Die Bestimmungsgründe für die Spannung zwischen dem Reichsbankdiskont und dem Markdiskont seit Kriegsbeginn unter besonderer Berücksichtigung der veränderten Geldmarktlage.

Inaugural-Dissertation

zur Erlangung

der Würde eines Doktors der Staatswissenschaften der Rechts- und wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Universität Rostock

vorgelegt von

Fritz Lude

aus Rostock.

Rostock

Adlers Erben, G. m. b. H., Rats- und Universitätsbuchdruckerei

1926

Referent: Prof. Dr. Mannstaedt.

R. UNIV
BIBLIOTHEEK
LEIDEN

Meinen Eltern

in Dankbarkeit und Liebe.

Inhaltsverzeichnis.

Einleitung: Die Bestimmungsgründe für die Spannung zwischen Bank- und Privatsatz in der Vorkriegszeit 13
1. Wesen des Reichsbankdiskonts 14
2. Wesen des Privatdiskonts 17
3. Gründe für die Spannung zwischen beiden Sätzen 23
4. Einschränkung in der Bedeutung des Privatdiskonts mit Kriegsbeginn 28

1. Abschnitt: Die Bestimmungsgründe in der Periode stabiler Spannung, 1914—1918 30
1. Verlauf der Spannungskurve 30
2. Diskontpolitik der Reichsbank 35
3. Flüssigkeit des Geldmarkts 37
4. Einfluß der Großbanken auf die Spannung . 44
a) durch ihre Geschäftspraktiken 44
b) durch die Einschränkung der internationalen Arbitrage 47
5. Mitwirkung der Geldnehmer an der Größe der Spannung durch geringe Inanspruchnahme des Akzeptkredits 48
6. Die sich hieraus ergebenden Spannungsfaktoren 52

2. Abschnitt: Die Bestimmungsgründe in der Periode der der sich verringernden Spannung 1919—1922 . . . 53
1. Verlauf der Spannungskurve 53
2. Diskontpolitik der Reichsbank 58
3. Einfluß der jeweiligen Geldmarktlage auf die Spannung 66
a) Periode der Geldflüssigkeit 67
b) Versteifung auf dem Geldmarkt 71
4. Kreditpolitik der Banken 74
5. Mitwirkung der Geldnehmer an der Höhe der Spannung 82
6. Zusammenfassung der die wechselnde Spannung bedingenden Faktoren 85

3. Abschnitt: Die Bestimmungsgründe für die Spannung in der Periode des rapiden Emporschnellens der Geldmarktsätze 1923 86
1. Verlauf der Spannungskurve 86
2. Politik der Reichsbank 87
a) Restriktionen gegenüber privaten Kreditgesuchen 87
b) Hemmungslose Kreditgewährung an das Reich 89
c) Kreditgewährung auf valorisierter Grundlage 92
d) Falsche Diskontpolitik und Schwerfälligkeit in der Geschäftsführung 94
3. Der Geldmarkt unter dem Zeichen der Kreditnot und der Geldentwertung 96
a) Kreditnachfrage und Kapitalmangel 96
b) Teilweise Umstellung des Kreditverkehrs auf wertbeständige Basis 101
4. Durch die Geldentwertung beherrschte Kreditbankpolitik 104
5. Konnte die kreditbedürftige Wirtschaft die hohen Zinssätze tragen? 109
6. Zusammenfassung der Spannungsfaktoren . . 112
4. Abschnitt: Die Bestimmungsgründe in der Periode der sich wieder verringernden Spannung ab 1. 12. 1923 113
1. Verlauf der Spannungskuve 113
2. Reichsbankpolitik und Währungsschutz . . . 117
a) Maßnahmen zum Schutze der Währung . . 117
b) Maßnahmen zum Abbau des Zinsniveaus . 120
c) Stabilität des Banksatzes 124
3. Einfluß der Wirtschafts- und Geldmarktlage auf die Spannung 125
a) Kapitalarmut der Wirtschaft 125
b) Flüssige, aber unsichere Lage des Geldmarkts 130
4. Einfluß der Geldgeber auf die Spannung . . . 137
a) Einfluß der privaten Geldgeber 138
b) Einfluß der öffentlichen Geldgeber 145
5. Einfluß der Wirtschaft auf die Spannung . . 148
6. Faktoren für die Spannung und die Angleichung der Sätze des Geldmarkts an den Banksatz . 152
5. Abschnitt: Zusammenfassung der Ergebnisse . . . 154

Literaturverzeichnis.

a) Bücher.

v. Beckerath[1]), Kapitalmarkt und Geldmarkt, Jena 1916.

L. Bendix, Krieg und Geldmarkt, Heft 6 von „Krieg und Volkswirtschaft". Samml. Volksw. Zeitfragen.

Bichmann, Der Zinsfuß, Berlin 1912.

Rudolf Brenningmeyer[1]), Der Akzeptkredit der Banken, Leipzig 1916.

Gustav Cassel[1]), Theoretische Sozialökonomie, Stuttgart 1924.

A. Hahn, Volkswirtschaftliche Theorie des Bankkredits, Tübingen 1920.

Sven Helander, Politik der Zentralnotenbanken in ihrer Entwicklung, Jena 1916.

E. Hoppe, Der Krieg und die deutsche Geldwirtschaft, Essen 1919.

I. Jastrow, Geld und Kredit im Kriege, Jena 1915. Ergänzungsband 1 zum Weltwirtsch. Archiv.

R. Maync, Der Diskont, Jena 1899.

Moll, Moderne Geldtheorien und Politik der Reichsbank, Stuttgart 1917.

Georg Obst, Geld-, Bank- und Börsenwesen, Stuttgart 1923.

Georg Obst[1]), Das Bankgeschäft, Stuttgart 1920.

Plenge[1]), Von der Diskontpolitik zur Herrschaft über den Geldmarkt, Berlin 1913.

W. Prion[1]), Der internationale Geld- und Kapitalmarkt nach dem Kriege, München und Leipzig 1918.

W. Prion[1]), Das deutsche Wechseldiskontgeschäft, Leipzig 1907.

W. Prion, Preisbildung an der Wertpapierbörse, Leipzig 1910.

Riesser[1]), Deutsche Großbanken, Jena 1912.

---

[1]) Zitierte Literatur.

F. Somary[1]), Bankpolitik, Tübingen 1915.
E. Voye, Ueber die Höhe der verschiedenen Zinsarten und ihre wechselseitige Abhängigkeit, Jena 1912.
Weber, Krieg und Banken, Heft 7 „Krieg und Volkswirtschaft" in der Sammlung „Volksw. Zeitfragen".
K. Wicksell, Geldzins und Güterpreise, Jena 1898.

b) Artikel aus Zeitungen, Zeitschriften usw.

v. Beckerath[1]), Der Kreditmarkt und die Industrie, Wirtschaftsdienst 1925. Nr. 14/5.
G. Bernhard, Diskontschraube, Vossische Zeitung vom 20. 12. 1919.
Budge[1]), Zur Frage der Bankrate und des Geldwerts. Arch. für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik, 44. Bd. 1917.
Böhm-Bawerk, Artikel „Zins", Handwörterbuch der Staatswissenschaften, 3. Auflage, Jena 1911.
Diehl, Unser Geldwesen nach dem Kriege, Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, 3. Folge 52. Band, 1916.
Federn[1]), Hinauf mit den Bankraten. Archiv für Sozialwiss. und Sozialpol. 43. Band 1916/17.
Friedrich[1]), Kreditnot und ihre Bekämpfung, Bankarchiv 1922.
v. Glasenapp[1]), Notwendigkeit der Diskonterhöhung, Vossische Zeitung vom 29. 7. 1922.
A. Hahn, Der Gegenstand des Geld- und Kapitalmarkts in der modernen Wirtschaft. Ein Beitrag zur Theorie des Bankgeschäfts, Archiv für Sozialwiss. und Sozialpol. Band 46, 1918.
H. Hartung, Der Akzeptkredit der Banken, Bankarchiv, Jahrg. 1915/16, Nr. 15.
Heiligenstadt[1]), Der deutsche Geldmarkt, Schmollers Jahrb. Jahrg. 31, 1907.
Knapp, Die hohen Diskontsätze und unsere Verfassung des Geldwesens, Bankarchiv 5. Jahrg. 1906, Nr. 4.
W. Lotz, Artikel „Diskont", Handwörterbuch der Staatswissenschaften, 3. Aufl., Jena 1911.
Lumm, Diskontpolitik, Bankarchiv, 11. Jahrg., Nr. 9.
Th. Merten, Die gegenwärtige Struktur des Berliner Geldmarkts, Wirtschaftsdienst, 1925, Nr. 6.

---

[1]) Zitierte Literatur.

W. Prion[1]), Deutsche Kreditpolitik 1919—1922, Schmollers Jahrb. 1924, Nr. 1.

W. Prion, Zinspolitik und Markstabilisierung, Schmollers Jahrb. 1924, Nr. 4.

W. Prion, Kreditpolitik und Ruhrkampf, Schmollers Jahrb. 49. Jahrg., 1925, Nr. 2.

W. Prion, Diskonterhöhung oder Kreditbeschränkung. Wirtsch. Nachrichten aus dem Ruhrbezirk der Handelskammer Essen, Jahrg. 4, Nr. 11.

Solmssen[1]), Vortrag auf dem 5. allgem. deutschen Bankiertag im Oktober 1920, Verhandlungen des 5. allgem. deutschen Bankiertages zu Berlin. Berlin und Leipzig 1920.

A. Spiethoff, Die Ordnung des Geld- und Kapitalmarktes. Schmollers Jahrb., Jahrg. 33, 1909.

A. Spiethoff, Das Verhältnis von Kapital, Geld und Güterwelt. Schmollers Jahrb., Jahrg. 33, 1909.

A. Spiethoff, Der Kapitalmangel in seinem Verhältnis zur Güterwelt, Schmollers Jahrb., Jahrg. 33, 1909.

F. Schröder[1]), Die Verwendung der öffentlichen Gelder für die private Wirtschaft. Vortrag, gehalten in der Gesellschaft für Handel, Industrie und Wissenschaft zu Frankfurt am 7. 4. 1925. Bankarchiv, Nr. 14 vom 15. 4. 1925.

Schulze-Gaevernitz[1]), Bankwesen, Grundriß der Sozialökonomie, Bd. V., 2. Teil.

O. Warschauer, Die Probleme der Diskontpolitik und der inländische Wechselverkehr, Finanzarchiv, 13. Jahrgang 1901.

K. Wicksell[1]), Hinauf mit den Bankraten, Archiv für Sozialwiss. und Sozialpolitik, 41. Band, 1916.

Jul. Wolff[1]), Warum ist der Zinsfuß nicht niedriger? Magazin der Wirtschaft, 1. Jahrg., 1925, Nr. 9.

Für und wider den Handelswechsel. Vossische Zeitung, Nr. 383 vom 15. 8. 1922.

Entwicklung des Geldmarkts während des Krieges, Mitteil. der Handelskammer zu Berlin, 14. Jahrg.

Pferdmenges[1]), Vortrag gehalten in einer Ausschußsitzung des Eisen- und Stahlwarenindustrieverbandes. Börsencourier, Nr. 334, 1925.

---

[1]) Zitierte Literatur.

Schwarz, Diskontpolitik, Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft, 1912, Heft 3.
G. Bernhard[1]), Politik der Reichsbank im Kriege. Archiv für Sozialwiss. und Sozialpol., 40. Band, 1915.

Broschüren, Statistiken, Zeitschriften Zeitungen usw., die fortlaufend benutzt sind.

Deutsche Wirtschaft im Kriege, herausg. von P. Rohrbach, Berlin 1915.
Deutschlands Wirtschaftslage unter den Nachwirkungen des Weltkrieges, Berlin 1923, herausgeg. vom Statistischen Reichsamt.
Die wirtschaftlichen Kräfte Deutschlands im Kriege, herausgeg. von Dresdner Bank, Berlin 1916/17.
Die deutsche Volkswirtschaft im Kriege[1]), herausgeg. von Direction der Disconto-Gesellschaft Berlin, 1915, Nachtrag 1916.
S. Zuckermann, Deutschlands Wirtschaftslage vor und nach der Stabilisierung der Mark, Berlin 1924.
Statistisches Jahrbuch für das deutsche Reich, herausgeg. vom Statistischen Reichsamt.
Die Reichsbank 1876—1910, Berlin 1912.
Privatdiskontmarkt, Plutusbriefe, 2. Jahrg., Nr. 4.

Bankarchiv[1]).
Magazin der Wirtschaft[1]).
Volkswirtschaftl. Chronik[1]), in Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik.
Weltwirtschaftliches Archiv[1]).
Wirtschaftsdienst[1]).
Wirtschaftskurve der Frankfurter Zeitung[1]).
Wirtschaft und Statistik[1]).

Mitteilungen der Handelskammer zu Berlin, 1914—1924.
Geschäftsberichte der Berliner Großbanken, 1913—1924[1]).
Verwaltungsberichte der Reichsbank, 1914—1924[1]).

---

[1]) Zitierte Literatur.

Wirtschaftliche Nachrichten aus dem Ruhrgebiet der Handelskammer Essen.
Wirtschaftsberichte der Direction der Disconto-Gesellschaft und verschiedener anderer Großbanken [1]).

Berliner Tageblatt [1]).
Börsencourier [1]).
Der Tag.
Deutsche Bergwerkszeitung [1]).

[1]) Zitierte Literatur.

Einleitung.

Die Bestimmungsgründe für die Spannung zwischen Bank- und Privatsatz in der Vorkriegszeit.

Wenn wir die Bestimmungsgründe für die Spannung zwischen dem Reichsbankdiskont und dem Marktdiskont in der Zeit seit Kriegsbeginn untersuchen wollen, gehen wir am besten von normalen Zeiten aus. Denn sowohl die Politik der Reichsbank als auch die Struktur des Geldmarktes und die Bedingungen, unter denen sich die Zinssätze entwickeln, haben sich bei Kriegsausbruch mit einem Schlage grundlegend geändert. Man konnte die nationalen Geldmärkte vor dem Kriege mit vollem Recht als wichtige Glieder der Weltwirtschaft betrachten, denn durch die Vervollkommnung der Verkehrsmittel und vor allem der Nachrichtenmittel bildete sich der Privatdiskont auf den einzelnen Großgeldmärkten auf Grund des internationalen Angebots und der Nachfrage ziemlich gleichmäßig, natürlich unter Berücksichtigung der örtlichen Verhältnisse. So hatte z. B. Frankreich im Durchschnitt die niedrigsten Notierungen, während der Berliner und der Londoner Geldmarkt im allgemeinen etwas höhere Sätze auswiesen. Außerdem war in Berlin die Spannung zwischen Bank- und Privatsatz regulär größer als an den übrigen Geldmärkten. Die Gründe hierfür werden später zu zeigen sein. Diese Voraussetzungen mußten sich natürlich mit Kriegsausbruch von Grund auf

ändern. Durch die Absperrung der Mittelmächte von der Weltwirtschaft wurde aus dem bisher zu einem großen Teil weltwirtschaftlich orientierten deutschen Geldmarkt mit einem Schlage ein nationaler, dem nur die im Kreislauf der deutschen Volkswirtschaft vorhandenen disponiblen Gelder zur Verfügung standen, und der durch keinerlei Beeinflussungen von außen gestört werden konnte.

Um nun einen Ueberblick über die Bestimmungsgründe zu gewinnen, die in der Hauptsache in einer normalen Geldwirtschaft im Rahmen der Weltwirtschaft eine Spannung zwischen dem Diskontsatz der Notenbank und dem Privatdiskontsatz bedingen, soll im folgenden kurz dargelegt werden, auf Grund welcher Voraussetzungen in Deutschland die Höhe dieser beiden Diskontsätze festgelegt wird, woraus sich zwangsläufig ergibt, daß immer eine gewisse Spannung vorhanden sein muß, sollen sie ihre Funktionen erfüllen.

---

1. Wesen des Reichsbankdiskonts.

Betrachten wir zunächst den Reichsbankdiskont. Er ist ein Ausfluß der Diskontpolitik der Reichsbank, die sich zum Ziel gesetzt hat, den Kreditverkehr des Landes zu regeln, die Währung zu schützen und das Preisniveau des Landes konstant zu halten [1]). Hinzu kommt,

[1]) Lt. Cassel, Theoretische Sozialökonomie, S. 451, 469.

daß die moderne Diskontpolitik es auch im Interesse der Wirtschaft als Haupterfordernis ansieht, daß die Bankrate sich in ihrer Höhe möglichst wenig ändert, damit Störungen der Wirtschaft vermieden werden. Die Diskontpolitik der Reichsbank, der man eine konjunkturpolitische [1]) und eine währungspolitische Funktion beimessen kann, entspricht also ihrer Bedeutung für die Volkswirtschaft des Landes. Sie muß ihren Diskont, der eine Regulativwirkung für den gesamten Zahlungsverkehr des Landes hat, so festsetzen, daß die Kreditansprüche, die die Wirtschaft an sie richtet, nicht in Mißklang zu ihrem Status treten, d. h. sie dürfen die der Reichsbank durch das Bankgesetz in der Vorschrift über die Notendeckung und die Festsetzung der steuerfreien Notenmenge gesteckten Grenzen in der Kreditgewährung nicht überschreiten. Damit der Diskontsatz diese ihm gesteckten Ziele erreichen kann, müssen bei seiner Festsetzung auch die zukünftigen Belastungsmöglichkeiten der Notenbank in Betracht gezogen werden. Die Notenbankpolitik muß also in erster Linie den Geldmarktverhältnissen Rechnung tragen. Letzteres betont besonders Reichsbankpräsident Havenstein gelegentlich einer Rede im Reichstag [2]): „Nicht die Politik einer Notenbank schafft den Diskont, sondern der Bankdiskont ist wesentlich bestimmt von den wirtschaftlichen Verhältnissen eines Landes, er ist entscheidend abhängig von den Kapital- und Kreditverhältnissen desselben. Die

---

[1]) v. Beckerath, Kapitalmarkt und Geldmarkt.

[2]) Zitiert bei v. Schulze-Gaevernitz im G. d. S. V. 2. Teil „Bankwesen" St. 79.

Zentralnotenbank kann deshalb mit ihrem Zins- und Diskontsatz im allgemeinen dem Zinssatze des Geldmarktes nur folgen, sie kann ihn konstatieren, aber nicht schaffen, und nur unter Umständen und innerhalb maßvoller Grenzen kann sie ihn beeinflussen.“ Es dürfen außerdem auch die internationalen Geldmarktunterschiede nicht außer Acht gelassen werden. Bei der Bemessung des Bankdiskonts spielen also die widerstreitendsten Gesichtspunkte eine Rolle, und die Notenbank muß die einzelnen Momente gegeneinander abwägen, soll ihre Diskontpolitik nicht üble Folgen für das gesamte Wirtschaftsleben nach sich ziehen.

Da die Reichsbank Giroguthaben nicht verzinst und im übrigen die ihr für Kreditgewährung zur Verfügung stehenden Mittel durch die Arbeit der Notenpresse erhält, kann man die niedrigste Grenze des Diskontsatzes dahin präzisieren, daß die Zinseinnahmen aus der Kreditgewährung die Kosten des Notendrucks und der Verwaltung, sowie die den Inhabern der Anteilscheine garantierte Dividende wieder einbringen. Die Höchstgrenze läßt sich auf diesem Wege nicht ermitteln. Sie muß sich jeweils aus der Höhe des Realzinses und dem Stand der nationalen Zahlungsbilanz und der welt- und binnenwirtschaftlichen Konjunkturbarometer ergeben. Da der Banksatz einheitlich für das ganze Land gelten soll, das sich in seinen einzelnen Teilen in verschiedenen Kapitalreichtumsstadien befindet, muß er so in seiner Höhe gehalten sein, daß er auch den Bedürfnissen der kapitalärmeren Landesteile entgegenkommt. Dieser Grund ist allerdings in letzter Zeit mehr und mehr gegenstandslos

geworden, dadurch, daß die Konzentrationsbewegung der Großbanken immer größere Kreise zog, und die Reichsbank ihr Filialnetz immer weiter ausdehnte, wodurch unter den einzelnen Landesteilen ein Ausgleich in der Geldversorgung erzielt wurde. Der Reichsbankdiskont wird also mit Rücksicht auf die Regulierung des Kreditverkehrs und Erhaltung der Währung festgesetzt, entspricht aber vor allem der Aktivität oder Passivität der Zahlungsbilanz, deren primärer Ausdruck in den niedrigen oder hohen Wechselkursen zu sehen ist.

2. Wesen des Privatdiskonts.

Man kann bei der Struktur des deutschen Geldmarkts von zwei Geschäftsmittelpunkten des Geldverkehrs sprechen, der eine ist die Reichsbank, der andere die Börse. Der Reichsbankdiskont ist nach oben Gesagtem ein Durchschnittssatz, der in gleicher Weise für das ganze Land, wie für das gesamte Wechselmaterial, das die von der Reichsbank verlangte Qualität hat, also bankfähig ist, Geltung hat. Da die Reichsbank zur Durchführung ihrer währungspolitischen Aufgaben keine hochbegebbaren Wechsel gebraucht, ist ihr Diskontsatz in normalen Zeiten naturgemäß höher als der Privatdiskont [1]).

Wesentlich anders liegen die Verhältnisse an der Börse, dem von den durch Fusionen und Aufsaugung kleiner Provinzbanken riesenhaft erstarkten Großbanken

[1]) Plenge, Von der Diskontpol. zur Herrschaft über den Geldmarkt, S. 193/4.

gebildeten zweiten Geschäftsmittelpunkt[1]) oder Geldmarkt im engeren Sinne. Hier haben wir es nicht mit einem einheitlichen Satz zu tun, sondern die zur Berechnung gelangenden Diskontsätze schwanken sowohl mit der Beschaffenheit der Wechsel, als auch örtlich von Geldmarkt zu Geldmarkt. Man kann das auf den Markt gelangende Wechselmaterial folgendermaßen qualifizieren[2]).

1. Primabankakzepte sind im gesamten deutschen Diskontverkehr die Akzepte der Berliner Großbanken (Berliner Handelsgesellschaft, Darmstädter und Nationalbank, Deutsche Bank, Direction der Disconto-Gesellschaft, Dresdner Bank, A. Schaaffhausenscher Bankverein) und der großen Privatbankiers (Bleichröder, Mendelsohn & Co., Delbrück, Schickler & Co.). Diese Akzepte gelten als vertretbar, als Gattungsware und werden, wenn sie die übrigen Voraussetzungen erfüllen, zum Privatdiskont oder noch etwas niedriger gehandelt. Voraussetzung ist, daß sie mindestens über Mk. 5.000 lauten, wenigstens 56 Tage und höchstens 3 Monate Laufzeit haben, auf Bankplätze lauten und ohne Domizilvermerk sind.

2. Als Primadiskonten in zweiter Linie kommen die Akzepte der übrigen großen Berliner Banken und einiger der größten Provinzbanken an ihrer Lokalbörse in Betracht. Diese werden zum Privatsatz ohne Agio gehandelt.

---

[1]) R. Mayne, Der Diskont, S. 4.
[2]) Obst, Das Bankgeschäft, Bd. 1, S. 225/6.

3. Die Akzepte der übrigen Banken, sowie Akzepte erster Handels- und Industriefirmen werden zum Privatsatz mit einem geringen Aufschlag gehandelt.

4. Was übrig bleibt, wurde von Prion (Das deutsche Wechseldiskontgeschäft) als der sogenannte „Schund" bezeichnet und wird nur zu einem höheren Satze als Banksatz diskontiert.

Da der Privatsatz das beste Barometer der Geldmarktlage ist, beschränken wir uns an dieser Stelle auf die Betrachtung dieses Satzes. Er zeigt nicht nur örtlich, sondern auch zeitlich große Schwankungen und ist rein theoretisch der Ausfluß des Verhältnisses von Angebot zu Nachfrage an Primadiskonten, richtet sich also nach der allgemeinen Flüssigkeit des Geldes. Es sind hier nun Angebot und Nachfrage nicht als reine Größenverhältnisse aufzufassen, die mechanisch den Zinssatz bestimmen, sondern als letzte Kausalglieder sind denkende und geschäftsmäßig handelnde Menschen zu setzen, die in ihrer Zinskalkulation von den verschiedensten Erwägungen getrieben werden. Infolgedessen bildet die Einstellung des Privatdiskonts auf Grund von Angebot und Nachfrage auch nur einen Anhalt für die ungefähre Höhe desselben. Die genaue tägliche Festsetzung erfolgt letzten Endes börsenmäßig durch die Initiative der Großbanken, die infolge der fortschreitenden Konzentration als einige wenige Geldgeber einer Fülle von Geldnehmern gegenüberstehen und dadurch dem ganzen Privatdiskontengeschäft ihren Stempel aufdrücken. Der Einfluß der Großdiskonteure auf den Privatsatz wird noch dadurch verschärft, daß sie den weitaus größten

Teil des Privatdiskontengeschäfts mit ihren Kunden durch Kompensation der An- und Verkaufsaufträge in ihrem Büro vornehmen und nur verbleibende Spitzenbeträge auf dem Markte handeln, so daß nur ein geringer Teil des wirklichen Privatdiskontenumsatzes an die Börse gelangt. Aber trotzdem besteht in Deutschland keine kartellmäßige Festsetzung des Privatsatzes. Dies umso weniger, als neben den Großbanken staatliche, wie die Preußische Staatsbank, und private Diskonteure, z. B. Versicherungsgesellschaften, nicht fehlen, und durch die internationale Arbitrage der Privatsatz immer im Einklang mit der internationalen Geldmarktlage gehalten wird. Der Einfluß der Nachfrageseite überwiegt also bei der Preisbildung für Bankakzepte die auf der Seite des Angebots wirksamen Kräfte ganz bedeutend. Dies macht sich besonders bemerkbar, wenn der Geldmarkt an den Quartalsterminen und in Konjunkturzeiten aufs höchste angespannt ist. Die Notwendigkeit, sich Betriebsmittel zu verschaffen, zwingt Handel und Industrie, jeden geforderten Satz zu bezahlen. Die Höchstgrenze für den Privatdiskont liegt dann an dem Punkte, wo der Gewinn aus dem durch die Inanspruchnahme des Akzeptkredits ermöglichten Geschäft noch gerade den Diskont plus Provision deckt, oder, solange die Reichsbank bereitwillig diskontiert, in der Höhe des Banksatzes. Steigt nämlich der Privatsatz in außergewöhnlichen Zeiten über den Banksatz, so tritt er damit praktisch außer Kraft, außer für Finanzwechsel, die zur Reichsbank keinen Zugang haben. Wendet die Reichsbank dagegen Kreditrestriktionspolitik an, so ist die obere Grenze für

den Privatsatz an dem Punkte zu suchen, wo die Kosten des Akzeptkredits die Kosten des Barkredits, die über Banksatz liegen, erreichen. Keinesfalls kann jedoch der Privatsatz als Zins für die Beschaffung von Betriebskapital die Kosten für die Beschaffung von Eigenkapital, die in der Höhe des Kapitalmarktzinses liegen, lange und erheblich übersteigen. Etwas anders liegt die Sache, wenn der Geldmarkt sehr flüssig ist. Da die Banken mit Rücksicht auf ihre Liquidität gezwungen sind, zu jeder Zeit eine Barkasse, deren Höhe sich nach ihren Verpflichtungen richtet, zu halten, diese aber zum Teil durch leicht mobilisierbare Anlagen ersetzt werden kann, hat jede Kreditbank ein großes Interesse daran, einen möglichst großen Teil ihrer flüssigen Mittel zugleich liquide und zinstragend anzulegen. Hierzu eignen sich infolge ihrer ganzen Beschaffenheit die Privatdiskonten am besten, die nötigenfalls sofort durch Rediskontierung an der Börse oder bei der Reichsbank in Bargeld umgewandelt werden können. Es wird also bei flüssigem Geldstande eine starke Konkurrenz unter den einzelnen Kreditbanken, als auch unter den Kreditbanken einerseits und der Reichsbank andrerseits einsetzen. Dieser Kampf wird im wesentlichen dadurch geführt, daß die einzelnen Diskonteure sich gegenseitig mit ihren Sätzen unterbieten, um nur Wechsel ins Portefeuille zu bekommen. Eine untere Grenze ist hier schwer zu ziehen, da die Banken den Zinsverlust, den sie hier erleiden, auf andere abwälzen und in den übrigen Geschäftszweigen wieder einzubringen suchen. Ist doch der Privatdiskont in London im Juli 1895 bis auf $^1/_2\,^0/_0$ gesunken. Maßgebend

dürfte für die Banken bei der Festsetzung des Privatsatzes im allgemeinen die Marge zwischen dem Zinssatz für Debitoren und Kreditoren sein.

Andrerseits können die einzelnen Großdiskonteure auch ein entgegengesetztes Interesse an der Höhe des Privatsatzes haben, das sich zum nicht geringen Teil aus dem Stande ihres eigenen großen Diskontgeschäfts mit ihren Kunden außerhalb der Börse erklärt. Werden z. B. einer Bank von ihren Kunden große Wechselbestände zum Diskont angeboten, so hat sie Interesse an einem möglichst hohen Privatsatz an der Börse, während sie andrerseits ein Interesse an einem niedrigen Satz hat, wenn sie als Emissionshaus Anleihen unterbringen will, da in diesem Falle infolge der Wechselwirkung zwischen Geld- und Kapitalmarkt anlagesuchendes Geld vom Geldmarkt zum Kapitalmarkt abwandert. Gefördert wurde diese Entwicklung noch dadurch, daß infolge der immer mehr um sich greifenden Barzahlung im Handel durch Scheck oder Sichttratte das vorhandene Privatdiskontenmaterial relativ abnahm. Außerdem steht der Privatdiskont in engem Zusammenhang mit den übrigen Geldmarktsätzen.

Der Privatsatz ist also in der Praxis nicht das äußere Kennzeichen der Marktlage, in dem sich jede Schwankung von Angebot und Nachfrage genau widerspiegelt, sondern seine Höhe ist mancherlei Beeinflussungen durch die Großbanken, die natürlich ihre privatwirtschaftlichen Interessen in den Vordergrund schieben, ausgesetzt. Der Willkür der Diskonteure sind aber auch Grenzen durch die Struktur des Geldmarkts gesetzt. Sie müssen bei

der Festsetzung des Privatdiskonts einerseits auf den Banksatz, der für sämtliche übrigen Zinssätze Regulativwirkung hat, Rücksicht nehmen und andrerseits auf den Status der Reichsbank, wie er sich in den wöchentlichen Ausweisen widerspiegelt, die einen ziemlich sicheren Rückschluß auf bevorstehende Diskontveränderungen zulassen. Man kann Schulze-Gaevernitz beistimmen, der den Unterschied der beiden Diskontsätze folgendermaßen charakterisiert [1]): „Der Privatdiskont ist das bewegliche Barometer von der Lebhaftigkeit der Handlung, wogegen der Reichsbanksatz nach außen hin eine repräsentative Bedeutung zukommt".

3. Gründe für die Spannung zwischen beiden Sätzen.

Aus diesen Darstellungen ergibt sich schon, daß in normalen Zeiten immer eine gewisse Spannung zwischen Bank- und Privatsatz existieren muß, die durch die Stabilität des Banksatzes bald größer, bald kleiner sein kann. Wie oben schon angedeutet, liegt ein Hauptgrund für die Spannung in der Konkurrenz zwischen Reichsbank und Großbanken. Diese müssen, um ihre flüssigen Mittel leicht realisierbar anlegen zu können, einen möglichst großen Prozentsatz des vorhandenen Akzeptmaterials in ihren Besitz bringen. Dies gelingt ihnen indessen nur, wenn sie den Geldnehmern zu günstigeren Bedingungen Kredit gewähren als die Reichsbank, die ihren Kunden einerseits den Diskontkredit vollständig provisionsfrei gewährt und ihnen andrerseits ihren ganzen Apparat des

[1]) Grundriß der Sozialökonomie, V, 2. Teil, „Bankwesen", S. 74.

Giro- und Ueberweisungsverkehrs kostenlos zur Verfügung stellt. Demgegenüber hat auch die Reichsbank großes Interesse daran, nicht nur die kurzgewordenen Sichten, die die Großbanken lediglich zum Zwecke des Inkassos bei ihr rediskontieren, sondern auch lange Sichten in ihr Portefeuille zu bekommen. Dieser bedarf ihrer, um den in Krisenzeiten so wichtigen Ueberblick über den Wechselmarkt nicht zu verlieren, und um ihrer Diskontpolitik mehr Nachdruck verleihen zu können. In welchem Maße in der letzten Zeit vor dem Kriege die Großbanken vermöge ihrer Konzentration der Reichsbank bereits die Herrschaft auf dem Geldmarkt streitig machten, geht aus folgenden Zahlen [1]) hervor.

Es betrug das Wechselportefeuille in Mill. Mark:

	Reichsbank	Deutsche Bank	Dir. d. Disc.-G.	Dresdner Bank	Darmst. Bank	Summe d. vier Großb.
1880:	376	37	37	4	7	85
1912:	1238	646	232	286	121	1285

G. Bernhard [2]) bringt diese Tatsache treffend zum Ausdruck, wenn er sagt: „Das Zentralnoteninstitut wurde von den Privatbanken nur als Nothafen benutzt, in dessen Schutz sie ihr Wechselschiffchen immer nur dann einlaufen ließen, wenn sie keine weitere Rettung wußten". Da auch in der internationalen Verflechtung der Geldmärkte der Privatdiskont und nicht der Reichsbankdiskont das Bindeglied darstellt, ist ersterer als der führende Diskontsatz anzusehen, auf dessen Gestaltung

[1]) Somary, Bankpolitik.

[2]) G. Bernhard, Die Politik der Reichsbank im Kriege. Archiv f. Sozialw. und Sozialpol., Bd. 40, 1915.

die Reichsbank infolge der Kapitalkraft der Großdiskonteure nur schwer ihren Einfluß ausüben kann. Nicht zum wenigsten ist die Spannung auch auf den Wandel in der Notenbankpolitik zurückzuführen. An die Stelle der Konstatierungspolitik traten bankpolitische Gesichtspunkte, die den Diskont möglichst stabil zu halten versuchten, während der Privatsatz jeder kleinen Regung des Geldmarkts nachgibt. Verbilligend auf den Privatsatz wirkten vor dem Kriege die billigen Sätze, die die Preuß. Staatsbank als Verwalter der Gelder des preußischen Staates für Kredite berechnete. Berücksichtigt man, daß die Seehandlung zu den größten Geldgebern des Berliner Marktes gehörte, und daß sie ihre Gelder nur Banken und Bankiers zur Verfügung stellte, so liegt es auf der Hand, daß diese Gelder, die in großer Menge dem engeren Geldmarkt zuflossen, den Privatsatz senkten und die Politik der Reichsbank durchkreuzten, zumal der Preußischen Staatsbank gerade an den Quartalsterminen und in Konjunkturzeiten, wenn der Reichsbankstatus am stärksten angespannt ist, die meisten Gelder durch Steuereingänge zur Verfügung stehen. Zahlreich ist in der Literatur auch die Ansicht vertreten, daß die niedrige Akzeptprovision, $^1/_4\%$ pro Quartal, ein Grund für den niedrigen Privatsatz war. Ferner steht dem Berliner Geldmarkt wegen des Fehlens starker Spekulationsbewegungen und der Gleichmäßigkeit in den Emissionen ständig viel disponibles Kapital zur Verfügung, das den Privatsatz niedrig hält, während alle diese Gelder den Banksatz, der zum großen Teil auf Zukunftserwägungen aufgebaut ist, nicht zu drücken

vermögen. Eine größere Spannung kann unter Umständen auch infolge des engen Zusammenhangs des Berliner Geldmarkts mit den westeuropäischen Geldmärkten eintreten, wenn infolge der zwischenländischen Arbitrage dem Markte Geld entzogen wird. Da es sich hierbei um den Entzug von Gold handelt, wird die Reichsbank zum Schutze der Währung und ihres Goldbestandes den Diskontsatz erhöhen, während die Großbanken infolge ihrer großen eigenen Mittel in der Lage sind, ihren Satz noch niedrig zu halten, um möglichst viel Wechselmaterial zur Stärkung ihrer Position aufnehmen zu können.

Diesen Gründen, die auf eine große Spannung zwischen den beiden rivalisierenden Zinssätzen hinwirken, stehen andere Tendenzen gegenüber, die im Gegenteil eine Annäherung der beiden Sätze erstreben. Da die Banken ihre Depositen nach einem Zinsfuß verzinsen, der in ständiger Relation zum Banksatz steht, also ziemlich regelmäßig mit ihm steigt und fällt, sie andrerseits diese Depositen auf dem Geldmarkte zu den dort geltenden Zinssätzen wiederanlegen, bringt eine länger andauernde große Spannung zwischen Bank- und Privatsatz erhebliche Zinseinbußen für sie mit sich. Außerdem bietet eine große Spannung starken Anreiz zur Ausnutzung des billigeren Akzeptkredits, da die Banken für andere Kredite meistens den Lombardsatz der Reichsbank zugrunde legen. Dies hat ein großes Anschwellen der Akzeptverpflichtungen der Banken und des Wechselangebots zur Folge. Das bedeutet für die Banken zwar Ausdehnung ihrer Kreditgewährungsmöglichkeit, aber

unter erhöhtem Risiko und unter der Gefahr, daß sich der Markt für die große Menge Material als nicht aufnahmefähig erweisen könnte, also Erhöhung der Illiquidität.

Diese vielerlei sich teilweise entgegenwirkenden Gründe haben bewirkt, daß die Spannung zwischen Bank- und Privatsatz vor dem Kriege im allgemeinen zwischen $^3/_4\%$ und $1^1/_4\%$ schwankte, so daß man eine Spannung, die sich in diesen Grenzen hält, als normal für den Berliner Markt bezeichnen kann. Nachstehende Aufstellung zeigt, wie sich der Reichsbankdiskont und der Privatdiskont auf dem Berliner Geldmarkt in den Jahren 1876 1914 entwickelte, und wie groß die Spannung in den einzelnen Jahren war.

Spannung zwischen Bank- und Privatsatz von 1876 an[1]).

Jahr	Bankdiskont	Privatdiskont (in Prozent)	Spannung
1876/80	4.171	2.984	1.187
1881/85	4.225	3.245	0.980
1886/90	3.641	2.596	1.045
1891/95	3.461	2.349	1.112
1896	3.656	3.038	0.618
1897	3.806	3.084	0.722
1898	4.267	3.548	0.719
1899	5.036	4.450	0.586

[1]) Die Zahlen für die Jahre 1876—1910 sind der Schrift „Die Reichsbank 1876—1910“ entnommen, während für die Zeit 1910—1914 Angaben des Statistischen Jahrbuchs für das deutsche Reich zugrunde gelegt sind.

Jahr	Bankdiskont	Privatdiskont (in Prozent)	Spannung
1900	5.333	4.405	0.928
1901	4.099	3.061	1.038
1902	3.321	2.186	1.135
1903	3.837	3.009	0.828
1904	4.222	3.136	1.086
1905	3.817	2.851	0.966
1906	5.149	4.043	1.106
1907	6.033	5.122	0.911
1908	4.764	3.523	1.241
1909	3.925	2.866	1.059
1910	4.346	3.542	0.804
1911	4.397	3.550	0.847
1912	4.950	4.220	0.730
1913	5.880	4.930	0.950
1914 (Jan.-Juli)	4.135	2.836	1.299

Als Durchschnitt für die Spannung ergibt sich für die genannte Zeitspanne 1.001%, beweist also, daß obige Behauptung, wonach die Spannung zwischen $^3/_4$% und $1^1/_4$% schwankt, zu Recht besteht.

4. Einschränkung in der Bedeutung des Privatdiskonts mit Kriegsbeginn.

Wie aus Vorstehendem hervorgeht, hatte vor dem Kriege der Privatdiskont zweifelsohne die größere Bedeutung im deutschen Geldverkehr, und zwar nicht zum wenigsten aus zwei Gründen. Einesteils führte der deutsche Außenhandel durch die Vermittlung der aus-

ländischen Filialen der Großbanken zwangsläufig zur gesteigerten Anwendung des Markakzepts gegenüber der früheren Vorherrschaft des Sterlingwechsels im internationalen Verkehr. Andrerseits dienten auch im innerdeutschen Verkehr in erster Linie die Kreditbanken zur Kreditbeschaffung für Handel und Industrie, die zu einem großen Teile im Wege des Akzeptkredits erfolgte. 70% bis 75% des Wechselportefeuilles der Kreditbanken bestanden vor dem Kriege aus Bankakzepten, und ungefähr der dritte Teil des Konto-Korrent-Kredits der Banken wurde durch Ziehung auf die Bank in Anspruch genommen [1]). In dieser überragenden Bedeutung des Privatdiskonts trat mit Kriegsausbruch ein jäher Wechsel ein. Die ausländischen Filialen der deutschen Großbanken wurden liquidiert, und der Außenhandel zum größten Teil unterbunden. Damit war schon ein großer Teil des früheren Wirkungskreises des Bankakzepts ausgeschaltet. Hinzu kam, daß aus später zu erörternden Gründen auch im Binnenhandel immer mehr die Barzahlung durch Scheck oder Sichttratte um sich griff, so daß damit ein weiteres Tätigkeitsgebiet des Bankakzepts verloren ging. Diese Umstände bewirkten neben anderen Hinderungsgründen, die in der später einsetzenden Inflation zu suchen sind, daß der Umlauf an Bankakzepten von Jahr zu Jahr abnahm. Mit dem Rückgang des Akzeptumlaufs mußte auch die Bedeutung des Privatsatzes für den Geldmarkt leiden. Verstärkt wurde diese Entwicklung noch durch die Schließung der Börse, die die gewohnte Festsetzung des Privatdiskonts unterband und

[1]) Riesser, Deutsche Großbanken, S. 243.

durch die damit verbundene Inhibierung der Zinsarbitrage verhinderte, daß die genannten Sätze mehr als lokale Bedeutung erlangten. Die Weltmarktbedeutung des Privatdiskonts wich also einer für jeden Geldmarkt, der natürlich auch nach der Schließung der Börsen an den Hauptzentren Berlin, Hamburg, Frankfurt usw. fortbestand, unverbindlich festgestellten Nennung eines Diskonts für unter Banksatz unterzubringende Wechsel, den man besser Marktdiskont nennt, um eine Verwechslung mit dem früheren Privatdiskont zu vermeiden. Aus diesem Grunde ist in vorliegender Arbeit, soweit sie die Kriegs- und Inflationszeit behandelt, die Bezeichnung „Marktdiskont" oder kurz „Marktsatz", der sich auf alle Akzepte, soweit sie unter Banksatz unterzubringen sind, erstreckt, angewandt. Ferner sind wegen der über lokale Grenzen hinausgehenden Bedeutung des Berliner Geldmarktes die Geldsätze dieses Marktes als Grundlage für die Untersuchungen angenommen.

I. Abschnitt.

Die Bestimmungsgründe in der Periode stabiler Spannung 1914—1918.

1. Verlauf der Spannungskurve.

Haben wir oben festgestellt, daß sowohl der Reichsbankdiskont als auch der Privatsatz in ihrer Höhe nicht ganz unabhängig sind von den Diskontsätzen auf den

westeuropäischen Geldmärkten, und daß zeitweise entstehende größere Spannungen zum Teil auf das Konto einer Beeinflussung durch auswärtige Geldmärkte zu setzen sind, so treten wir mit dem Ausbruch des Krieges in ein ganz neues Stadium in der Entwicklung des deutschen Geldmarktes. Konnte man vor dem Kriege nur noch von einem nationalen Geldmarkt im Rahmen der Weltwirtschaft reden, da die Geldmärkte der verschiedenen am internationalen Verkehr in führender Weise beteiligten Länder durch die Fortschritte im Ausbau des Verkehrs- und Nachrichtenwesens stark von einander abhängig waren bezw. miteinander kommunizierten, so wurden bei Kriegsausbruch mit dem Abbruch der Handelsbeziehungen auch die Bande, die die einzelnen Geldmärkte miteinander verknüpften, jäh zerschnitten. Dies wirkte sich um so mehr aus, als durch den Krieg gerade die Beziehungen des deutschen Geldmarkts zu den westeuropäischen Geldmärkten betroffen wurden, die vorher äußerst innig waren, während die Geldmärkte der kleineren neutralen Länder keine große Bedeutung hatten und uns auch noch z. T. durch die Blockade verschlossen waren. Wir können also während des Krieges den Geldmarkt, wenn man überhaupt noch von einem solchen sprechen kann, da die Börse bekanntlich geschlossen war, nur noch unter dem Gesichtspunkt der nationalen Wirtschaft als den Mittelpunkt eines in sich geschlossenen Kreislaufs des Geldes betrachten. Außerdem verlor der Geldmarkt insofern stark an Bedeutung, als er fast ausschließlich im Zeichen der durch die Reichsbank organisierten Kriegsfinanzierung stand, während die übrigen

Funktionen des freien Geldmarkts in den Hintergrund traten. Daß diese Entwicklung auf das Verhältnis des Privatsatzes zum Banksatz nicht ganz ohne Einfluß bleiben konnte, ist klar. Um das Resultat unserer Untersuchungen vorweg zu nehmen, die Spannung zwischen Banksatz und Marktsatz, die vor dem Kriege durchschnittlich 1.001% betrug, verminderte sich für die Kriegsjahre 1914 (ab 1. Aug.) bis 1918 um fast die Hälfte, nämlich auf 0.558% im Durchschnitt. Den Verlauf der Spannungskurve zeigen folgende Zahlen [1]):

Jahr	Bankdiskont	Marktdiskont	Spannung	Tägl. Geld
1914 (ab 1. 8.)	5.947	5.338	0.609	4.30
1915	5.—	3.895	1.105	3.33
1916	5.—	4.619	0.381	4.05
1917	5.—	4.630	0.370	4.14
1918	5.—	4.630	0.370	4.44
1914/18	5.189	4.622	0.567	4.052

Vergl. auch die Tabelle auf Seite 33 [1]).

Die Ursachen dieser Verringerung der Spannung zwischen Bank- und Marktsatz festzustellen, ist die Aufgabe der folgenden Abschnitte. Zu obigen Zahlen ist noch zu bemerken, daß die Angaben für 1914 auf sehr unsicheren Grundlagen beruhen, da das Privatdiskontengeschäft mit Kriegsausbruch und Schließung der Börse

[1]) Die für die Durchschnittsberechnung zugrunde gelegten Zahlen sind dem Statistischen Jahrbuch für das deutsche Reich entnommen, mit Ausnahme der Marktdiskontsätze für 1914, die mangels einer anderen Quelle dem Weltwirtschaftlichen Archiv entnommen sind, und der Sätze für „Tägl. Geld", die aus der Volkswirtschaftlichen Chronik stammen.

vollständig einschlief und erst in den letzten Tagen des Jahres 1914 in geringem Umfange wieder aufgenommen wurde. Aber auch die Notizen für die Jahre 1915/18 geben kein genaues Bild der Lage, da sie privat festgestellt wurden und größtenteils „nominell" waren. Das bedeutet, daß die bekannt gegebenen Sätze nur als Richtlinien galten, während die Banken im übrigen auf Grund privater Vereinbarungen diskontierten. Diese Auffassung wird bestätigt durch die Diskontnotizen im Jahre 1917/18, wo es meistens hieß: „Privatdiskont unverändert $4^5/_8$%, doch waren gute Handelswechsel bereits zu 3% unterzubringen." Die in der Tabelle auf S. 32 enthaltenen Durchschnittszinssätze für „Tägl. Geld", die für täglich kündbare Börsendarlehen in Ansatz gebracht werden, sind nur angeführt, um die Flüssigkeit des Geldmarkts zu illustrieren.

Jahr	Reichsbankdiskont[1])	Marktdiskont[2])	Spannung (in Prozent)
1914			
August	6	5.50	0.50
September	6	5.125	0.875
Oktober	6	5.563	0.437
November	6	5.563	0.437
Dezember	5.733	4.938	0.795
1915			
Januar	5	4.01	0.99
Februar	5	3.91	1.09

[1]) Lt. Verwaltungsberichte der Reichsbank.

[2]) Lt. Statistisches Jahrbuch für das deutsche Reich. Die für 1914 angeführten Sätze sind mangels einer anderen Quelle dem Weltwirtschaftlichen Archiv entnommen.

Jahr	Reichsbankdiskont	Marktdiskont	Spannung
		(in Prozent)	
März	5	3.84	1.16
April	5	4.26	0.74
Mai	5	3.99	1.01
Juni	5	3.53	1.47
Juli	5	3.39	1.61
August	5	3.55	1.45
September	5	3.92	1.08
Oktober	5	4.16	0.84
November	5	4.13	0.87
Dezember	5	4.05	0.95
1916			
Januar	5	4.38	0.62
Februar	5	4.75	0.25
März	5	4.75	0.25
April	5	4.67	0.33
Mai	5	4.63	0.37
Juni	5	4.48	0.52
Juli	5	4.62	0.38
August	5	4.63	0.37
September	5	4.63	0.37
Oktober	5	4.63	0.37
November	5	4.63	0.37
Dezember	5	4.63	0.37
1917			
Jan. bis Dezemb. unverändert	5	4.63	0.37
1918			
Jan. bis Dezemb. unverändert	5	4.63	0.37

2. Diskontpolitik der Reichsbank.

In der vom Welthandel und den übrigen europäischen Geldmärkten abgeschnittenen deutschen Volkswirtschaft eröffneten sich für die Reichsbank neue Wege auf diskontpolitischem Gebiet. Ihre Währungspolitik sank zu Bedeutungslosigkeit herab. Dafür trat die Durchführung der ihr vom Reich übertragenen Kriegsfinanzierung in den Vordergrund. Die Reichsbank hat versucht, diese Aufgabe durch einen im Verhältnis zu Vorkriegssätzen unter Berücksichtigung des stark eingeengten Geschäftsverkehrs relativ hohen Diskontsatz zu lösen. Der Diskontsatz, der am 1. 8. 1914 auf 6% erhöht war, wurde am 23. 12. 1914 auf 5% ermäßigt und blieb auf diesem Stand bis ins Jahr 1922 bestehen. Es ist nicht der Zweck dieser Arbeit, ein Urteil über die Richtigkeit der Politik der Reichsbank zu fällen. Darüber existieren in der Literatur die gegensätzlichsten Ansichten. Während Wicksell[1]) für noch höhere Sätze im Interesse der Niedrighaltung des Preisniveaus eintritt, kommen Federn[2]) u. a. zu der entgegengesetzten Ueberzeugung. Unsere Aufgabe ist es hier lediglich festzustellen, wie die Diskontpolitik auf den Marktdiskont einwirkte. Dies geschah weniger direkt als indirekt durch die Weiterbegebung von unverzinslichen Schatzanweisungen, die die Reichsbank dem Reiche diskontiert hatte, am offenen Geldmarkt. Da diese Reichsschatzanweisun-

---

[1]) „Hinauf mit den Bankraten" im Archiv für Sozialw. und Sozialpol., Bd. 41, 1916.

[2]) „Hinauf mit den Bankraten", Archiv für Sozialw. und Sozialpol., 43. Band, 1916/17.

gen mit 4%, ab Januar 1916 sogar mit $4^1/_2$% verzinst wurden und deswegen auf dem Geldmarkte willige Aufnahme fanden, traten sie in direkte Konkurrenz mit dem Handelswechsel als Anlagepapier, hatten sie doch mit diesem die leichte Realisierbarkeit gemeinsam und boten außerdem eine relativ hohe Verzinsung. Durch die Rediskontierung dieser Schatzwechsel auf dem Geldmarkt konnte die Reichsbank also nach Belieben eine Versteifung des Geldmarktes herbeiführen und bewirkte dadurch, daß der Marktdiskont sich mit kleinen Schwankungen auf der Höhe der Verzinsung der Schatzwechsel hielt. Ein Blick auf den Verlauf der Marktdiskontkurve ergibt den Beweis. Im Januar 1916 erhöhte sich die Verzinsung der Schatzwechsel auf $4^1/_2$%, gleichzeitig stieg der Marktsatz auf 4.38% und im Februar auf 4.75%, um sich nachher auf der Höhe von 4.63% zu verankern. In derselben Richtung wirkte auch die Herabsetzung der Stückelung der Schatzanweisungen. Lautete anfangs das kleinste Stück auf Mk. 1.000. –, so wurden seit dem 23. 3. 1917 auch Stücke über Mark 500.— ausgegeben. Diese Maßnahme bewirkte, daß den Banken in noch größerem Maße als vorher eine Weiterbegebung der übernommenen Stücke in die Kreise ihrer Kundschaft ermöglicht wurde. Die Folge war, daß die Kunden der Banken einen Teil ihrer Einlagen auf Konto-Korrent-Konto zum Kauf von Schatzwechseln verwandten, wodurch die Banken die ihnen zufließenden fremden Gelder z. T. erheblich höher als auf laufendem Konto verzinsen mußten und dadurch in der Gewährung billigen Diskontkredits gehemmt wurden.

3. Flüssigkeit des Geldmarkts.

Durch diese Politik der Reichsbank hätte sich wohl der Marktdiskont noch näher an den Banksatz angeschlossen, hätte dem nicht ein Umstand von nicht zu unterschätzender Bedeutung entgegengestanden, die starke Abundanz des Geldmarktes. Vor allem der Umstand, daß sich die deutsche Volkswirtschaft bei Ausbruch des Krieges nicht mehr im Zustand der Hochkonjunktur befand, und damit im Stadium der äußersten Kraftanspannung, da bereits seit 1913 eine langsame Senkung der Konjunkturkurve zu verzeichnen war, verlieh dem Geldmarkt eine große Elastizität, die seine schnelle Umstellung auf die neuen Kriegsverhältnisse gestattete. Der Ueberfluß auf dem Geldmarkt ist auf verschiedene Ursachen zurückzuführen. Mit der bei Kriegsausbruch erfolgten Schließung der Börse wurden große Summen, die bisher auf dem Effektenmarkte Anlage suchten, zu anderweitiger Verwendung frei und strömten dem Geldmarkt zu. Auch als im weiteren Verlaufe des Krieges die Börsentätigkeit durch die Banken wieder aufgenommen wurde, allerdings ohne amtliche Kursnotiz, verhinderte die Regierung durch ständigen Druck — den Banken war auch die Veröffentlichung privater Kursnotizen verboten — eine größere Ausdehnung der Geschäfte, so daß die Anlagemöglichkeit für flüssige Gelder an der Wertpapierbörse nach wie vor gering blieb. Hinzu kamen die Gelder, die durch Verkauf ausländischer Effekten ins Ausland auf dem Umweg über die neutralen Länder und die Liquidierung der Auslandsbe-

ziehungen dem heimischen Markt zuflossen[1]). Nicht außer acht lassen darf man die ständige Umwandlung von Produktionskapital in Geldkapital, die darin bestand, daß infolge der vom Reich begünstigten Umstellung der Industrie auf die Herstellung von Kriegsmaterialien und Stockung des Ueberseehandels für den Privatbedarf ein Verkauf vom Lager einsetzte, und daß infolge der teils gesperrten, teils außerordentlich erschwerten Einfuhr die Industrie gezwungen war, ihre Rohmaterialvorräte zu verarbeiten, ohne sie ergänzen zu können. Außerdem begünstigte die Erschwerung oder das gänzliche Unterlassen der Instandhaltungsarbeiten an den Produktionseinrichtungen die Ansammlung flüssiger Kapitalien. Verstärkt wurde diese ganze Entwicklung dadurch, daß auf der einen Seite viele Betriebe zu Produktionseinschränkungen schreiten mußten, während auf der andern Seite die kriegsmaterialerzeugende Industrie infolge der reichlichen Bezahlung durch das Reich unter Geldüberfluß litt, für den sie Anlage suchte. Prion[2]) schätzt diesen Zustrom von Kapital aus der Produktion an den Geld- und Kapitalmarkt auf 120 Milliarden Mark. Zum geringeren Teil ist die Erleichterung des Marktes auch auf Rechnung des Zinsendienstes des Reiches für die Kriegsanleihen und der beträchtlichen Dividenden, die von der Industrie auf Grund ihrer großen Gewinne ausgeschüttet wurden, zu setzen. Andrerseits erfuhr das Kreditgeschäft durch die genannten Faktoren eine gewisse Entlastung.

[1]) Lt. Angaben in der Volkswirtschaftlichen Chronik für das Jahr 1915.

[2]) Der internationale Geld- und Kapitalmarkt nach dem Kriege, S. 20.

Befand sich vor dem Kriege nur ein verhältnismäßig geringer Teil des Volksvermögens im Umlauf, so strömten jetzt dem Markte aus allen Wirtschaftsgebieten flüssige Mittel zu, die vorher in Form von Gold thesauriert waren. Hierdurch kommen wir zu der zweiten Gruppe von Faktoren, die auf den Geldmarkt und damit auf den Marktdiskont einwirkten, nämlich dem Zahlungsmittelumlauf oder anders ausgedrückt der kreditschöpfenden Wirkung des vermehrten Notenumlaufs. Der Geldumlauf wurde im Laufe dieser Periode beträchtlich vermehrt, um den gesteigerten Zahlungsmittelbedarf des Reiches für die Kriegsfinanzierung zu befriedigen.

Notenumlauf[1])
(in Milliarden Mark)

	Reichsbanknoten	Darlehnskassenscheine[2])
Ende 1914	5.0	0.4
1915	6.9	1.0
1916	8.1	2.9
1917	11.5	6.3
1918	22.2	10.2

Hinzu kommt noch der Umlauf an Hartgeld, sowie 1918 der Umlauf von ca. 1.1 Milliarden Mark Notgeld und von ca. 800 Millionen Mark[3]) Zinsscheine der Kriegsanleihe, die im Oktober 1918 zum gesetzlichen Zah-

[1]) Lt. Verwaltungsberichte der Reichsbank 1914—1918 passim.

[2]) Lt. Stat. Jahrbuch für das deutsche Reich 1914—1918 passim.

[3]) Schätzung der Reichsbank im Verwaltungsbericht 1918, S. 5.

lungsmittel erklärt wurden [1]). Noch klarer geht die Vermehrung des Geldumlaufs aus folgenden Ziffern hervor, die die eingetretene Geldentwertung berücksichtigen.

Geldumlauf [2])

(über Dollarkurs umger. auf Milliarden Goldmk.)

Ende 1913	6.6
1914	8.1
1915	8.1
1916	9.1
1917	13.7
1918	16.8

Der gesteigerte Zahlungsmittelbedarf des Reiches hängt vor allem zusammen mit der eingetretenen Vermehrung der Kriegskosten für die technische Ausrüstung von Heer und Flotte und mit der Erhöhung der Gehälter und Löhne, die in Wechselwirkung zu der erheblichen Preissteigerung aller Produkte stand. Außerdem bedurfte die Wirtschaft größerer Mengen Zahlungsmittel durch die Ausschaltung des Wechselverkehrs und der bedeutenden Erweiterung des Verkehrsgebietes in Ost und West. Daß eine so starke, inflationistische Vermehrung des Zahlungsmittelumlaufs auf etwa das $2\frac{1}{2}$fache einen starken Einfluß auf die Gestaltung des Geldmarkts ausüben mußte, liegt auf der Hand. Denn da der Staat als hauptsächlicher Arbeitsgeber das Geld mittels seiner Zahlungen an die Industrie, das Heer und die Be-

[1]) Bundesratsverordnung vom 22. 10. 1918 (R.G.Bl., S. 1257).

[2]) Lt. „Wirtschaft und Statistik", Jahrgang 5, Nr. 2 (ohne Notgeldumlauf).

amtenschaft in übergroßer Menge in die Wirtschaft hineinpumpte, schuf er zusätzliche Kaufkraft und gab damit die Vorbedingung für eine Inflation. Hervorzuheben ist ferner, daß sich die Geschwindigkeit des Zahlungsmittelumlaufs durch die Propagierung des bargeldlosen Zahlungsverkehrs beträchtlich steigerte. Hierin trat allerdings gegen Ende des Krieges ein kleiner Wandel ein, da die Furcht vor großen Steuerzahlungen die Thesaurierung von Barmitteln förderte. Ein zweites Gegengewicht gegen die Zunahme des Zahlungsmittelumlaufs haben wir in der Ausdehnung der Kriegsschauplätze und der Versorgung der besetzten Gebiete mit Zahlungsmitteln, die 1916 bereits auf 2 Milliarden Mark geschätzt wurde [1]), also Vergrößerung des Gebiets und infolge der teilweise großen Entfernungen Verlangsamung des Umlaufs. Diese Faktoren konnten jedoch die Flüssigkeit des Geldmarkts nicht wesentlich beeinträchtigen, wie die Zunahme der Kreditoren bei den Kreditbanken, die sowohl auf die Umwandlung von Realkapital in Geldkapital, als auch auf die Geldentwertung zurückzuführen ist, beweist. Diese stiegen von 8 auf 20 Milliarden bis Ende 1917 [2]) [3]). Außerdem profitierte der Geldmarkt von der trotz der Geldentwertung rüstig fortschreitenden Kapitalbildung, wie sie sich in der Zunahme der Depositen bei den Sparkassen zeigt. Die Einlagen, die vor dem Kriege

---

[1]) Die deutsche Volkswirtschaft im Kriege, herausgeg. von der Direction der Disconto-Gesellschaft, Nachtr., S. 12.

[2]) Havenstein, Rede in der Aula der Universität München am 11. 3. 18. Lt. Volkswirtsch. Chronik, 1917.

[3]) Der Dollar stieg von 4.198 (Parität) auf 5.09 Ende 1917 und 8.— Ende 1918.

mit 20 Milliarden Mark ausgewiesen wurden, stiegen bis Ende 1918 nach Abzug der Kriegsanleihezeichnungen auf 31 Milliarden Mark [1] [2]). Diese Steigerung der Depositen und Kreditoren bei Sparkassen und Kreditbanken kennzeichnet am besten die Widerstandsfähigkeit des Geldmarkts [3]).

Die Flüssigkeit konnte dem Markt auch durch die großen Kreditansprüche des Staates nicht geraubt werden. Wie oben schon angedeutet wurde, trat mit Kriegsbeginn eine vollständige wirtschaftliche Umschichtung ein. Der Hauptarbeitgeber war das Reich durch seine Bestellung von Kriegsmaterialien. Die Bezahlung dieser Lieferungen, sowie die sonstigen Kriegskosten, die auf 1 2 Milliarden [4]) monatlich oder insgesamt auf 161 Milliarden [5]) geschätzt werden, konnte das Reich natürlich nur zum Teil aus laufenden Einnahmen decken, und mußte zur Deckung des Restes den Kredit des Landes in Anspruch nehmen. Da hierzu auch das sich jährlich neubildende Kapital der deutschen Volkswirtschaft nicht

[1]) Lt. Volkswirtsch. Chronik, 1918.

[2]) Der Dollar stieg von 4.198 (Parität) auf 5.09 Ende 1917 und 8.— Ende 1918.

[3]) Gegen diese in der Literatur häufig vertretene Ansicht nimmt Hahn (Der Gegenstand des Geld- und Kapitalmarktes in der modernen Wirtschaft, in Archiv f. Sozialw. und Sozialpol., Bd. 40) Stellung, indem er behauptet, daß die Kriegsanleihen nur mittels der in der vorhergehenden Periode gebildeten, infolge der vorschußweisen Krediteinräumung der Banken und insbesondere der Reichsbank an das Reich entstandenen Guthaben vom Publikum mit solcher Leichtigkeit aufgenommen werden konnten.

[4]) 1 Mill., Schätzung des weltwirtsch. Archivs, 2 Mill., Schätzung Helfferichs in seiner Reichstagsrede vom 20. 8. 15.

[5]) Schätzung der Frankfurter Ztg. vom 16. 2. 1919.

ausreichte, wurde durch Inanspruchnahme des im Augenblick unbenutzten eigentlichen Produktionskapitals der Einzelwirtschaften auch die für die zukünftige Bedarfsdeckung nötige Kapitalbildung für die Bedürfnisse der Kriegsführung verwandt [1]), wie sich später in erschreckendem Maße zeigte. Da dies alles noch nicht genügte, wurde noch die Reichsbank mit erheblichen Vorschüssen durch die Begebung von Reichsschatzanweisungen in Anspruch genommen. Die Reichsbank rediskontierte diese Schatzwechsel auf dem Geldmarkte und erlangte dadurch zwei Vorteile: Einerseits verhinderte sie, daß der Marktdiskont durch die Leichtigkeit des Geldmarktes sich zu sehr von ihrem Diskontsatz entfernte, andrerseits entlastete sie ihren eigenen Status. Halbjährlich wurde dann der größte Teil dieser Geldmarktkredite durch Auflegung von Kriegsanleihen, die in Höhe von 99 Milliarden ausgegeben wurden, in fundierte Schulden umgewandelt, also Entlastung des Geldmarkts durch den Kapitalmarkt. Außerdem wurden die auf Kriegsanleihe aus den Mitteln des Kapitalmarktes gezeichneten Summen diesem gewöhnlich bei der Zeichnung entzogen und bis zum Einzahlungstermin auf dem Geldmarkt angelegt. Jedoch nicht nur das Reich, sondern auch die Bundesstaaten, Kreise und Kommunen traten in großem Stile als Geldnehmer auf dem Geldmarkt auf. Sie deckten nicht, wie in regulären Zeiten, ihren Kreditbedarf langfristig auf dem Kapitalmarkt durch Emission von An-

[1]) Es blieb also neben dem Fortschrittsbedarf (lt. Cassel, Buch 1, Kap. I, § 6) auch der Reproduktionsbedarf der Wirtschaft unbefriedigt.

leihen infolge der vom Reichsfinanzministerium zugunsten der Kriegsfinanzierung verhängten Marktsperre, sondern in äußerlich kurzfristigen Geschäften durch Inanspruchnahme des Wechselkredits.

So übten die Kreditansprüche des Reiches und der öffentlichen Körper wohl einen tiefgehenden Einfluß auf den Geldmarkt aus, konnten ihm aber seine Flüssigkeit nicht rauben, da die Gelder, die ihm auf der einen Seite entzogen wurden, auf der andern Seite auf dem Wege über Handel, Industrie und Banken fast restlos wieder zuflossen. Der Marktlage hätte also ein weit niedriger Marktdiskont entsprochen; sein verhältnismäßig hoher Stand ist nur durch die oben gekennzeichnete Politik der Reichsbank zu erklären.

4. Einfluß der Großbanken auf die Spannung.

a) durch ihre Geschäftspraktiken.

Welche Gründe in dieser Periode für die Spannung zwischen Bank- und Marktsatz in erster Linie bestimmend waren, geht aus den bisherigen Ausführungen hervor. In diesem Abschnitt ist noch die Frage zu klären, ob auch in der Kriegszeit die Großbanken wie in normalen Zeiten ihren Einfluß auf die Höhe des Marktdiskonts geltend machten, also mit anderen Worten, ob die Banken vom privatwirtschaftlichen Standpunkt aus sich mit dieser im wesentlichen ohne ihre Mitwirkung gebildeten Höhe des Marktdiskonts zufrieden geben konnten, oder ob sie Opposition dagegen treiben mußten. Wir haben oben festgestellt, daß in regulären Zeiten oft

der Privatdiskont aus Konkurrenz der Reichsbank gegenüber von den Großbanken niedrig gehalten wurde, um das vorhandene Diskontenmaterial als liquide Anlage ins eigene Portefeuille zu bekommen. Dieser Grund fiel während des Krieges fort, da den Banken von der Reichsbank in genügender Menge Reichsschatzwechsel zum Rediskont angeboten wurden, die sich infolge ihrer leichten Realisierbarkeit und hohen Verzinsung vorzüglich als liquide Anlage flüssiger Mittel eigneten, zumal das Angebot an Privatdiskonten sehr gering war [1]). Auch aus einem anderen Grunde hatten die Banken an einer geringen Spannung Interesse. Sie mußten nämlich die Gelder, die sie im Privatdiskontengeschäft anlegten, als Depositen zu Sätzen verzinsen, die sich nach dem Banksatz richten. In diesem Falle wäre ein niedriger Marktsatz für sie direkt mit Verlusten verknüpft gewesen,

[1]) Vergl. hierzu die Geschäftsberichte der Großbanken, die übereinstimmend bekunden, daß die flüssigen Gelder anstatt in Handelswechseln überwiegend in Schatzwechseln angelegt wurden. Im Geschäftsbericht der Direction der Disconto-Gesellschaft für 1916, S. 13, heißt es: „Das Kredit- und Wechselgeschäft hat sich ganz der durch den Krieg veränderten Gestalt unseres Wirtschaftslebens angepaßt. Da das Reich fast allein als Käufer und Auftraggeber in Betracht kommt, so wurde es auch unmittelbar oder mittelbar durch die von ihm geschaffenen Kriegswirtschaftsgesellschaften zum Mittelpunkt des Kredit- und Wechselverkehrs der Banken. Der Handelswechsel, die hauptsächliche Grundlage alles bankgeschäftlichen Verkehrs, verschwand mehr und mehr, und an seine Stelle trat die Kreditgewährung an und für die Kriegswirtschaftsgesellschaften, sowie ein bedeutender Umsatz in unverzinslichen Schatzanweisungen des Reiches und der Bundesstaaten . . .“

ohne daß dem irgendwelche Vorteile gegenüberstanden, und vor allem, ohne daß infolge der Einschränkung der übrigen Geschäftstätigkeit der Banken (Emissions-, Sorten-, Effekten- und Devisengeschäft) die Möglichkeit bestand, Verluste im Diskontgeschäft durch Gewinne in anderen Geschäftszweigen zu kompensieren. Es trat also der seltene Fall ein, daß die Diskontpolitik der Reichsbank, soweit sie sich auf die Beeinflussung des Marktdiskonts bezog, auch von den Geldgebern als für sie günstig anerkannt wurde. Hinzu kam, daß der Privatdiskontenmarkt, der vor dem Kriege in feste Normen gepreßt war und nur dadurch, daß die Privatdiskonten somit vertretbares Börsenmaterial wurden, seine weltwirtschaftliche Bedeutung erringen konnte, sich infolge des Börsenschlusses um Jahrzehnte in seiner Entwicklung zurückversetzt sah. Hierdurch war für die Geldgeber die Uebersicht über das Verhältnis von Angebot zu Nachfrage erheblich erschwert, wenn nicht zur Unmöglichkeit gemacht. Ebenso sehr litt unter diesen Verhältnissen eine einheitliche Diskontfestsetzung. Infolge der hierdurch bedingten Unsicherheit auf dem Markte suchten die Banken Mitte des Jahres 1916 einen Ausweg in der Festsetzung eines stabilen Marktdiskonts, der in unmittelbarer Nähe des Banksatzes lag, um wenigstens einen Anhalt für Diskontberechnungen zu haben, und diskontierten im übrigen in den wenigen in Frage kommenden Fällen auf Grund privater Vereinbarungen mit ihren Kunden. Somit ist der Marktdiskont in der zweiten Hälfte dieser Periode nur noch als „Nominalsatz“ anzusehen, während die Höhe der wirklich berechneten Dis-

kontsätze von Bank zu Bank erheblichen Schwankungen unterlag, die mangels Unterlagen nicht festzustellen sind, teilweise aber bedeutend unter dem fixierten Satz lagen. Doch da es sich in diesen Fällen meistens um Gefälligkeitsdiskontierungen guten Kunden gegenüber handelte, werden die Ergebnisse dieser Arbeit dadurch nicht berührt.

b) durch die Einschränkung der internationalen Arbitrage.

Mit der Isolierung des deutschen Geldmarkts und der Zerschneidung sämtlicher Fäden, die vor dem Kriege die einzelnen nationalen Geldmärkte miteinander verbanden, fiel auch ein Faktor fort, der in normalen Zeiten die Höhe des Privatdiskonts nicht unerheblich beeinflußt hatte, ja, ihm sogar im internationalen Verkehr größere Bedeutung als dem Banksatz gegeben hatte, die internationale Arbitrage. Nur auf einem durch keine Beeinflussung von außen gestörten Geldmarkt konnte die Politik der Reichsbank und damit in diesem Falle konform gehend die Politik der Großbanken den Marktdiskont auf einer gewissen Höhe, sei es auch nur als Nominalsatz, festhalten, während sie in normalen Zeiten nicht imstande waren, Schwankungen des Privatdiskonts auf Grund der Geldbewegungen von Land zu Land, hervorgerufen durch das Gewinnstreben der Arbitrageure, zu verhindern, sondern sich darauf beschränken mußten, diese in für die Währung unschädlichen Grenzen zu halten. Außerdem ermöglichte dieser Umstand der Reichsbank, ihren Diskont stabil zu erhalten, da eine Goldbewegung von Land

zu Land zu Arbitragezwecken nicht in Frage kam. Es ist dieser Faktor also ein wichtiges Glied in der Kette der Spannungsmomente, das auf die beiden Diskontsätze des Marktes und der Notenbank gleichmäßig einwirkte.

5. Mitwirkung der Geldnehmer an der Größe der Spannung durch geringe Inanspruchnahme des Akzeptkredits.

Es bleibt uns noch übrig, festzustellen, wie sich die Geldnehmer, die Wechselverkäufer also, zu der Frage des Marktdiskonts stellten. Da ist die Feststellung von Interesse, daß sie, die in Vorkriegszeiten wegen ihrer Masse und Unorganisiertheit praktisch keinen Einfluß auf die Höhe des Privatsatzes ausüben konnten, diesen in dieser Periode vielleicht unbewußt durch Meidung der Akzeptkreditbeschaffung zur Geltung brachten. Die durch Bezahlung der Heereslieferungen, die Einschränkung der Einfuhr und die Aufzehrung von Rohstoffen und Vorräten herbeigeführte Ansammlung flüssiger Mittel, die einerseits die erwähnte Flüssigkeit des Geldmarkts hervorriefen, hatten andrerseits eine verringerte Inanspruchnahme von Bank- und Wechselkredit zur Folge. Betreffs des letzteren ist vor allen Dingen zu berücksichtigen, daß das Bankakzept als Remboursakzept das hauptsächlichste Zahlungsmittel im Ueberseehandel war. Mit der Einschränkung des Außenhandels mußte also eine Einschränkung des Akzeptumlaufs Hand in Hand gehen. Außerdem mußte auch der Rückgang in der Tätigkeit von Handel und Industrie den Bedarf an Bankakzepten, die doch im Warenhandel dominierten, ver-

ringern. Zu diesen durch die wirtschaftlichen Verhältnisse bedingten Faktoren traten auf Seiten der Gruppe der früheren Geldnehmer noch einige Momente hinzu, die den Bankakzeptumlauf noch über das notwendige Maß einschrumpfen ließen. Da ist zuerst die Unsicherheit des Marktes zu nennen. Der freie Diskontenmarkt, wie er sich nach der Schließung der Börse herausgebildet hatte, konnte nicht das Vertrauen auf Reellität der Konditionen besitzen wie der alte Privatdiskontenmarkt. Ist es da ein Wunder, daß Handel und Industrie gerne der Mahnung der Reichsbank zum bargeldlosen Zahlungsverkehr folgten, zumal dieser durch verschiedene Maßnahmen der Reichsbank und der Regierung, worunter besonders die 1916 erfolgte Aufhebung des Scheckstempels bemerkenswert ist, erheblich billiger und bequemer gemacht wurde. Den Erfolg zeigt die Zunahme der Umsätze im Giroverkehr der Privaten bei der Reichsbank von 0.28 Bill. 1913 auf 1.51 Bill. 1918 [1]). Außerdem drängte das im Geschäftsverkehr herrschende Mißtrauen geradezu zur Barzahlung. Vernotwendigte sich bei der Barzahlungsmethode ein Kredit, so wurde er durch Konto-Korrent- oder Avalkredit in Anspruch genommen. Besonders letzterer scheint nach der Höhe der Beanspruchung zu urteilen ein willkommener Ersatz für den ungern benutzten Akzeptkredit gewesen zu sein. Folgende Tabellen veranschaulichen am besten die Richtigkeit unserer Untersuchungen. Gleichzeitig gibt uns die erste Tabelle, da sie sämtliche Großbanken berücksichtigt, deren Ak-

[1]) Der Dollar stieg bis Ende 1918 auf 8.—, hatte sich mithin nicht ganz verdoppelt.

zepte als Primaakzepte ersten Ranges gelten, einen willkommenen Aufschluß über die ungefähre Höhe des Privatdiskontumlaufs in der Kriegszeit. Es fehlen in dieser Aufstellung die Akzepte der Privatbankiers[1]), deren Höhe mangels der Verpflichtung, Jahresbilanzen zu veröffentlichen, nicht feststellen ist, deren Summe aber nach Prion nicht erheblich ist: „Beobachtungen an der Börse gehen dahin, daß sie verschwinden gegen die Aktienbankakzepte und im Verhältnis zum eigenen Vermögen nur einen geringen Betrag aufweisen“[2]).

Akzeptkonto der Berliner Großbanken[3])
(in Millionen Mark)

Ende	1913	1914	1915	1916	1917	1918
Deutsche Bank	284.1	155.2	113.2	59.4	47.9	38.9
Dresdner Bank	280.7	144.0	89.0	64.0	68.0	50.6
Commerz- und Diskontobank	82.1	76.2	34.6	26.1	41.9	44.8
Direction der Disc.-Ges.[4])	246.3	150.1	95.9	40.0	60.1	54.4
Berliner Handelsges.	96.8	118.5	78.4	54.9	47.3	42.8
Bank für Handel und Industrie	164.0	198.1	88.2	59.3	49.7	44.8
A. Schaaffhaus. Bankverein	115.6	110.6	53.9	31.9	22.9	16.8
Summe	1269.6	952.7	553.2	335.6	337.8	293.1
Goldmarkwert umgerechnet über Dollarkurs	1269.6	877.5	442.6	254.9	278.7	153.9

[1]) Bleichröder, Mendelsohn & Co., Delbrück, Schickler & Co., Berlin.

[2]) Das deutsche Wechseldiskontgeschäft, S. 35.

[3]) Lt. Jahresbilanzen passim.

[4]) Ohne Niederlassung London.

Avalkonto der Berliner Großbanken[1])

(in Millionen Mark)

Ende	1913	1914	1915	1916	1917	1918
Deutsche Bank	142.3	172.5	196.4	238.2	356.0	482.0
Dresdner Bank	87.4	81.7	73.7	98.2	193.2	456.5[2])
Commerz- und Diskontobank	29.6	31.0	31.3	31.2	66.5	78.3
Direction der Disc.-Ges.	57.0	57.6	77.0	136.9	206.9	362.6
Berliner Handelsges.	53.7	50.1	57.0	59.5	70.5	63.8
Bank für Handel und Industrie	47.7	49.1	61.8	76.1	119.3	178.6
A. Schaaffhaus. Bankverein	65.7	64.3	59.5	49.9	51.5	65.1
Summe	483.4	506.3	556.7	690.0	1063.9	1686.9
Goldmarkwert umgerechnet über Dollarkurs	483.4	466.3	445.3	524.0	877.8	885.6

Aus diesen Gegenüberstellungen geht einwandfrei hervor, daß einerseits der Privatdiskontenumlauf nicht nur seinem Goldmarkwert nach, sondern auch tatsächlich in seiner absoluten Summe auf ein Bruchteil des Vorkriegsumlaufs, wofür das Jahr 1913 als Vergleichsmaßstab herangezogen ist, zurückgegangen ist, daß andrerseits das Avalkonto der Banken nicht nur absolut, son-

[1]) Lt. Jahresbilanzen passim.

[2]) inkl. der für das Reich und die Reichsbank übernommenen Bürgschaften, die bei den übrigen Banken gesondert ausgewiesen werden.

dern auch relativ eine erhebliche Steigerung erfahren hat. Hierdurch dürfte zur Genüge festgestellt sein, daß auch der Einfluß der Geldnehmer auf die Spannung nur gering war.

6. Die sich hieraus ergebenden Spannungsfaktoren.

Fassen wir kurz noch einmal die Faktoren zusammen, die als Bestimmungsgründe für die Spannung zwischen Bank- und Marktsatz zu gelten haben. Das entscheidende Moment ist einerseits im Rückgang des Akzeptumlaufs und in der durch die Kriegsverhältnisse bedingten Umstellung der Zahlungsgebräuche und andrerseits in der Politik der Reichsbank, die dem Reiche diskontierten großen Mengen von Schatzanweisungen auf dem Geldmarkt zu rediskontieren, zu suchen. Hierdurch wurde zwangsläufig erreicht, daß sich der Marktdiskont in unmittelbarer Nähe des für die Schatzwechselverzinsung maßgebenden Satzes bewegte. Die Wirkung dieser beiden Faktoren, die noch durch die Politik der Banken unterstützt wurde, war so stark, daß auch die überaus große Flüssigkeit des Geldmarktes keine Vergrößerung der Spannung bewirken konnte. Mit dieser Beeinflussung durch Faktoren, die man in der Vorkriegszeit vergeblich als Bestimmungsgründe für die Spannung zwischen Bank- und Privatsatz suchen würde, hörte der Marktdiskont praktisch auf, als Konjunkturbarometer ein richtiges Bild von der Lage des Geldmarktes zu übermitteln, da das freie Spiel der Kräfte damit ausgeschaltet war.

II. Abschnitt.

Die Bestimmungsgründe in der Periode der sich verringernden Spannung (1919—1922).

1. Verlauf der Spannungskurve.

Mit dem Jahre 1919 treten wir in ein neues Stadium der deutschen Wirtschaft, in eine Inflationsperiode, die zwar schon während des Krieges begann, deren Wirkungen man aber erst in dieser Periode recht erkennen lernte. Es ist klar, daß eine so tiefgreifende Umwälzung des ganzen Wirtschaftslebens, wie sie die Inflation mit sich brachte, auch am deutschen Geldmarkt nicht spurlos vorübergehen konnte, sondern um so stärker auf ihn einwirken mußte, als eine Geldentwertung in solchen Ausmaßen seit Bestehen eines organisierten Geldmarktes überhaupt noch nicht zu verzeichnen gewesen war. Wenn Budge[1]) behauptet: „Steigende durch Geld repräsentierte Güternachfrage bei fallendem Güterangebot ist Vorbedingung der Inflation", oder Ricardo[2]) denselben Gedanken in die Worte kleidet: „Ueberfülle an Tauschmitteln und Mangel an Gütern ist im Grunde dasselbe", so ist damit auch der Einfluß, den die Inflation in ihrem Anfangsstadium, das diese Periode ja tatsächlich im Hinblick auf die Geldentwertung des Jahres 1923 erst darstellt, auf den Geldmarkt ausübte, ziemlich gekennzeichnet: Ueberfluß an flüssigem Kapital auf dem Markte

[1]) „Zur Frage der Bankrate und des Geldwerts", Archiv für Sozialw. und Sozialpol., Bd. 44, 1917, S. 228.

[2]) Bei Budge zitiert, S. 228.

und Unfähigkeit oder Unlust der Wirtschaft, dasselbe produktiv anzulegen. Dies zeigt sich darin, daß z. B. im Jahre 1919 die Spanne zwischen Bank- und Marktsatz außergewöhnlich groß war, nämlich 1.807% gegenüber einer normalen Spannung von rund 1 %. Etwas niedriger, aber gegenüber der gewöhnlichen Spannung noch reichlich hoch, stellt sich der Durchschnitt für die Jahre 1919—1922, auf 1.283%. Noch klarer wird die Lage des Geldmarkts, wenn man die Spannung zwischen den beiden Diskontsätzen in den einzelnen Jahren betrachtet.

	Banksatz [1])	Marktsatz [2])	Spannung	Tägl. Geld [3])
1919	5.0	3.193	1.807	4.33
1920	5.0	3.594	1.406	4.411
1921	5.0	3.487	1.513	4.32
1922	6.311	5.906	0.405	5.74
1919/22	5.328 %	4.045 %	1.283 %	4.70.

(Für die diesen Durchschnittsberechnungen zugrundeliegenden Sätze vgl. die Tabelle auf S. 55/56.

Wir sehen also, daß die Spannung in dieser Periode ganz im Gegensatz zu der oben betrachteten Kriegszeit bis Ende des Jahres 1921 sich weit über dem normalen Durchschnitt bewegte, während sie im Jahre 1922 in steter Abwärtsbewegung begriffen war und Ende des Jahres sogar den Nullpunkt schnitt; der Marktdiskont war also vorübergehend bereits höher als der Bank-

[1]) Lt. Verwaltungsberichte der Reichsbank, 1919—1922, passim.

[2]) Lt. Statistisches Jahrbuch für das deutsche Reich, 1919—1922 passim.

[3]) Lt. Volkswirtschaftliche Chronik, 1919—1922 passim.

1919	Banksatz [1])	Marktsatz [2])	Spannung	Tägl. Geld [3])
		Monatsdurchschnitt in Prozent)		
Januar	5	3.20	1.80	4.319
Februar	5	3.13	1.87	4.043
März	5	3.11	1.89	4.11
April	5	3.08	1.92	4.533
Mai	5	2.93	2.07	4.30
Juni	5	2.87	2.13	4.281
Juli	5	2.69	2.31	4.345
August	5	2.71	2.29	4.20
September	5	2.99	2.01	4.528
Oktober	5	3.64	1.36	4.75
November	5	4.—	1.—	4.55
Dezember	5	3.96	1.04	4.40
1920				
Januar	5	3.88	1.12	4.523
Februar	5	3.854	1.146	4.55
März	5	3.75	1.25	4.568
April	5	3.75	1.25	4.45
Mai	5	3.551	1.449	4.403
Juni	5	3.526	1.474	4.365
Juli	5	3.569	1.431	4.337
August	5	3.50	1.50	4.481
September	5	3.50	1.50	4.332
Oktober	5	3.452	1.548	4.285
November	5	3.432	1.568	4.47
Dezember	5	3.368	1.632	4.368

[1]) Lt. Verwaltungsberichte der Reichsbank, 1919—1922 passim.

[2]) Lt. Statistisches Jahrbuch für das deutsche Reich, 1919—1922 passim.

[3]) Lt. Volkswirtschaftliche Chronik 1919—1922 passim.

	Banksatz	Marktsatz	Spannung	Tägl. Geld
	(Monatsdurchschnitt in Prozent)			
1921				
Januar	5	3.404	1.596	4.368
Februar	5	3.457	1.543	4.359
März	5	3.427	1.573	4.283
April	5	3.447	1.553	4.255
Mai	5	3.326	1.674	4.29
Juni	5	3.347	1.653	4.294
Juli	5	3.375	1.625	4.283
August	5	3.382	1.618	4.338
September	5	3.375	1.625	4.352
Oktober	5	3.555	1.445	4.361
November	5	3.578	1.422	4.338
Dezember	5	4.175	0.825	4.319
1922				
Januar	5	4.020	0.980	4.265
Februar	5	4.—	1.—	4.505
März	5	4.239	0.761	4.614
April	5	4.361	0.639	4.375
Mai	5	4.545	0.455	4.35
Juni	5	4.581	0.419	4.519
Juli	5.1	4.850	0.250	4.781
August	6.1	6.117	— 0.017 [1]	5.772
September	7.333	7.321	0.012	6.894
Oktober	8.—	8.147	— 0.147	7.61
November	9.2	8.921	0.279	8.42
Dezember	10.—	9.771	0.229	8.775

[1]) Das Zeichen „—“ bedeutet negative Spannung, d. h. der Marktsatz ist höher als der Banksatz.

diskont. Diese Tatsache läßt den Schluß zu, daß der Geldmarkt zu Beginn dieser Periode sehr flüssig gewesen ist und sich bis zum Schluß mehr und mehr versteifte. Diese Deutung entspricht den Tatsachen; es ist dies aber bei weitem nicht der einzige Grund für die Spannung, sondern es sind noch eine ganze Anzahl teilweise einander entgegenwirkender Faktoren zu berücksichtigen, wenn man ein klares Bild über das Verhältnis zwischen Banksatz und Marktdiskont in dieser Zeit erhalten will. An dieser Stelle sei noch bemerkt, daß eine einheitliche Notiz des Marktdiskonts durch eine Zentralstelle auch in dieser Periode nicht stattfand. Da außerdem das eigentliche Privatdiskontengeschäft von Jahr zu Jahr geringer wurde, können die publizierten Diskontnotizen, die noch dazu oft auf Schätzungen beruhen, keinen allzu großen Anspruch darauf machen, ein genaues Bild von der Marktlage zu vermitteln. Da uns aber kein genaueres Material zur Verfügung steht, müssen wir uns hiermit für unsere Untersuchungen begnügen. Zum Vergleich sind die Sätze für „Tägl. Geld" an der Berliner Börse hinzugefügt. Zur Erklärung sei bemerkt, daß die ab April 1922 genannten Sätze nur bei Schatzwechselunterlagen in Funktion traten und im Kreditverkehr des Landes eine durchaus untergeordnete Stellung einnahmen. Die wirklich bezahlten Sätze, die eher ein richtiges Bild von der Marktlage geben können, schwankten zwischen 6% (im April) und 12% (im Dezember)[1]). Eigentümlich berührt die Tatsache, daß die Durchschnittssätze für

[1]) Lt. Volkswirtschaftliche Chronik, April bis Dezember 1922 passim.

„Tägl. Geld“ sich im allgemeinen höher stellten als für den Marktdiskont, ganz im Gegensatz zu Vorkriegszeiten, wo täglich kündbare Börsendarlehen regulär billiger zu haben waren als Diskontkredit. Diese Erscheinung ist darauf zurückzuführen, daß der Satz für „Tägl. Geld“, der ja bereits eine Provision einschließt, damit gleichzeitig auch eine Risikoprämie für den Geldentwertungsverlust enthielt, während diese Prämie beim Privatdiskontengeschäft nicht im Diskontsatz, sondern in der stark erhöhten Akzeptprovision erhoben wurde. Diese hohen Geldsätze sind also kein Argument gegen die behauptete Flüssigkeit des Marktes, sondern bestätigen nur, daß die Marktdiskontnotizen auf sehr unsicheren Grundlagen beruhten.

2. Diskontpolitik der Reichsbank.

Auch in dieser Periode stellte die Reichsbank ihre ganze Politik in den Dienst des Reiches, ohne sich stark von wirtschaftspolitischen Erwägungen leiten zu lassen. Das sichtbare Zeichen dieser Politik war, daß die Bank ihren Diskont bis Mitte 1922 auf 5% bestehen ließ. Da es sich bei den an die Bank herantretenden Ansprüchen in erster Linie um den Kreditbedarf des Staates, nicht der Wirtschaft handelte, hatte die Reichsbank natürlich keinen Grund, die in der ganzen Beanspruchung nur einen geringen Prozentsatz ausmachenden privaten Kreditgesuche durch eine Diskonterhöhung zurückzudämmen, sondern sollte es in erster Linie eine zu große Zinsbelastung des Reiches vermieden werden. Der Kredit der Reichsbank wurde wie in den Vorjahren in immer größerem Umfange durch das Reich mittels der Diskontierung von

Schatzanweisungen in Anspruch genommen. Der gesteigerte Kreditbedarf des Reiches wurde, abgesehen von den durch die Geldentwertung bedingten größeren Ausgaben für die Verwaltung in erster Linie durch die sich aus dem Waffenstillstandsvertrag und Friedensvertrag ergebenden Leistungen hervorgerufen. Solmssen[1]) schätzt die aus dem Waffenstillstandsvertrag für das Reich erwachsenen Ausgaben bezw. Verluste an Maschinen, Verkehrsmitteln usw., die im Interesse der Aufrechterhaltung der Wirtschaft unbedingt ersetzt werden mußten, auf 114 Milliarden, die Besatzungskosten bis Ende März 1920 auf 15 Milliarden und die vom Reich an Reichsangehörige zu zahlenden Entschädigungen auf 138 Milliarden. Hinzu kam die Zahlung der im August 1921 fälligen ersten Reparationszahlung in Höhe von 1 Milliarde Goldmark. Ein Gegengewicht gegenüber diesen Ausgaben schufen zwar die Eingänge aus den bedeutend erhöhten und an Zahl auch vermehrten Steuern, die es dem Reich ermöglichten, bis Mitte 1922 die Ausgaben aus dem Friedensvertrag zur Hälfte aus ordentlichen Einnahmen zu decken[2]). Man darf hierbei nur nicht übersehen, daß die Steuern letzten Endes auch nicht allein von den Steuerzahlern aufgebracht wurden, sondern der Arbeit der Notenpresse entstammten und der Wirtschaft im Wege des Bank- und Geldmarktkredits erst zur Verfügung gestellt wurden. Das Kenn-

[1]) Vortrag auf dem 5. Allgemeinen Bankiertag im Oktober 1920, lt. Protokoll der Verhandlungen des 5. Allgem. deutschen Bankiertages, S. 35, 44, 51.

[2]) Lt. Verwaltungsbericht der Reichsbank, 1922, S. 18.

zeichen dieser Epoche ist, daß das Reich diese großen Summen nicht mehr durch Aufnahme von langfristigen Anleihen [1]) aufbringen konnte, so daß die bei der Reichsbank flüssig gemachten Schatzwechselkredite nicht wie bisher durch Anleiheerlöse teilweise abgedeckt werden konnten, und die schwebende Schuld des Reiches einen unerwünschten Umfang annahm [2]). Somit übernahm der Reichsbankdiskont, oder richtiger der etwas niedrigere Satz, zu dem die Schatzwechsel verzinst wurden, durch die Ausschaltung des Kapitalmarktes auch die Rolle des Kapitalmarktzinsfußes, was zweifelsohne seine Stabilität beförderte.

Ein Diskontsatz von 5% entsprach allerdings nach den Ausweisen in keiner Weise dem wirklichen Status der Notenbank. Es war dies nicht zum wenigsten Schuld des Gesetzes vom 4. 8. 1914, durch welches die diskontierten Reichsschatzwechsel als Notendeckung zugelassen wurden. Der Erfolg dieses Gesetzes war, daß die Deckung der Banknoten zum größten Teil aus Schatzwechseln bestand, wodurch die wahre Lage der Bank zum mindesten verschleiert und die Inflation begünstigt wurde. Dies zeigte sich in erschreckendem Maße in dem Sinken der deutschen Wechselkurse. Auch die in der zweiten Hälfte des Jahres 1922 erfolgten Diskonterhöhungen bis auf 10% Ende des Jahres nahm

[1]) Zu erwähnen ist nur die Deutsche Zwangsanleihe von 1922, auf die bis Ende des Jahres aber erst 3,8 Milliarden eingezahlt waren. Die später erfolgten Zahlungen wurden durch die Geldentwertung gegenstandslos.

[2]) Die schwebende Schuld des Reiches stieg allein von April bis Dezember 1922 von 320 auf 2100 Milliarden.

die Reichsbank mehr vor, um den Konnex mit dem Geldmarkt nicht ganz zu verlieren, und zu ihrer eigenen Entlastung von Schatzwechseln, d. h. um den Anreiz zum Erwerb von Schatzscheinen durch den Geldmarkt zu fördern, als um damit außendiskontpolitische Zwecke zu verfolgen oder private Kreditgesuche zurückdämmen zu wollen. Mit diesen Argumenten begründet auch der Vizepräsident der Reichsbank, von Glasenapp[1]), die verhältnismäßig späte Diskonterhöhung, wenn er sagt: „Die Erhöhung des Diskontsatzes erfolgte so spät, weil vorher die Kapitalknappheit den Bestand des Portefeuilles der Reichsbank noch nicht in dem eine Diskonterhöhung rechtfertigenden Maße beeinflußt hatte." Hieraus geht klar hervor, daß die Reichsbankleitung sich über den Ernst der Lage noch gar nicht klar geworden war. Wie gering die Aufnahmefähigkeit des Geldmarktes für die Schatzwechsel geworden war, zeigen folgende Zahlen:

	Gesamtsumme der Schatzwechsel	davon befanden sich bei der Reichsbank	außerh. der Reichsbank	in Proz.
	(in Milliarden Mark)			
31. 8. 20.	129.4	40.9	88.6	68%
31. 12. 20.	152.8	57.6	95.2	62%
31. 12. 21.	247.1	132.3	114.8	46%
31. 3. 22.	272.1	146.5	125.6	46%
30. 6. 22.	295.3	186.1	109.2	38%
30. 9. 22.	451.1	349.8	101.3	22%
30. 12. 22.	1495.1	1184.4	310.7	21%
Zunahme 1922	1248.0	1052.1	195.9	
in Proz.	505%	795%	170%	

[1]) „Notwendigkeit der Diskonterhöhung" in der Vossischen Zeitung vom 29. 7. 1922.

Aber auch die Verdoppelung ihres Satzes entlastete die Reichsbank noch nicht; waren am 30. 6. 1922 bei einem Banksatz von 5% noch 38% der ausgegebenen Schatzwechsel im freien Verkehr untergebracht, so sank diese Summe auf 21% am 30.12. 1922 bei einem Banksatz von 10%. Da die Banken jederzeit ihre flüssigen Gelder in Schatzwechseln anlegen konnten, während erstklassige Handelswechsel aus denselben Gründen wie in der Kriegszeit auch in den ersten Jahren dieser Periode noch sehr knapp waren, war mit der Höhe des Zinsertrages der Schatzwechsel auch die obere Grenze des Marktdiskonts festgelegt. In Wirklichkeit trat aber der Fall, daß die Spannung zwischen den beiden Diskontsätzen um den Nullpunkt oszillierte, erst im Jahre 1922 ein, während sich in den vorhergehenden Jahren recht erhebliche Spannungen ergaben. Die Gründe hierzu sind außer in verschiedenen Faktoren, die später noch zu erörtern sind, auch in dem Bestreben der Reichsbank zu suchen, sämtliche Kreditgesuche, die an sie herantraten, mit Hilfe der Notenpresse zu befriedigen. Auf diese Weise wurde die Reichsbank mitverantwortlich für die Flüssigkeit des Geldmarkts, in der sich die ganze Not des deutschen Wirtschaftslebens widerspiegelt. Als die durch die künstliche Kreditschaffung begünstigte Inflation immer groteskere Formen annahm — der Dollar stieg von 8 Ende 1918 auf 500 im Juli 1922 — schlug die Reichsbank außer der Diskonterhöhung noch einen anderen Weg der Währungspolitik ein, sie propagierte [1]) die Wieder-

[1]) Dr. Friedrich, Mitglied des Reichsbankdirektoriums: „Kreditnot und ihre Bekämpfung", im Bankarchiv vom 15. 7. 1922.

verwendung des Kreditinstruments des Handelswechsels im früheren Umfange und versprach die Diskontierung dieser Wechsel. Die Bank verfolgte hiermit angesichts des minimalen Bestandes an Kommerzwechseln gegenüber der großen Summe der fast allein das Portefeuille ausfüllender Schatzwechsel den Zweck, einerseits ihren Noten wieder eine bessere Deckung zu verschaffen, andrerseits aber auch den Banknotenumlauf zu verringern, dadurch, daß an die Stelle der im Handel und in der Industrie üblich gewordenen Barzahlung der Handelswechsel als Kreditgeld trat. Der Ruf verhallte nicht ungehört. Da der Geldmarkt inzwischen seine frühere Flüssigkeit vor allem für die Aufnahme längerfristiger Kredite verloren hatte, machten die interessierten Kreise des Handels und der Industrie gerne Gebrauch von diesem Angebot. Aber bei der angespannten Lage des Geldmarktes mußte diese Hilfe versagen. Der weitaus größere Teil aller Wechsel ging sofort zum Diskont oder Rediskont an die Reichsbank, deren Bestand an Handelswechseln, der Ende 1921 kaum 1% der gesamten bankmäßigen Notendeckung betragen hatte, innerhalb eines Jahres auf 25% derselben stieg. Es befanden sich im Portefeuille der Reichsbank [1]):

am	31. 12. 1921	1.1	Milliarden
	31. 3. 1922	2.2	„
	30. 6. 1922	4.8	„
	30. 9. 1922	50.2	„
	30. 12. 1922	422.2	„

[1]) Lt. Verwaltungsbericht der Reichsbank, 1922.

Während der Dollar im Laufe des Jahres von 184 auf 7356 auf das 40 fache stieg, wuchs der Bestand an Handelswechseln auf das 400fache an. Was also die Notendeckung anbelangt, so hatte die Reichsbank mit ihrem Aufruf vollen Erfolg. Ein Blick auf die Entwicklung der Valuta und des Notenumlaufs — der Dollar stieg bis zum Ende des Jahres 1922 auf 7350 und der Banknotenumlauf auf 1280 Milliarden - - zeigt dagegen, daß die währungspolitischen Absichten der Bank nicht von Erfolg gekrönt waren. Das konnten sie auch nicht, denn die Quelle der Inflation, die nun noch durch diese von der Privatwirtschaft vorgenommene Geldschöpfung gesteigert wurde, war in erster Linie die Schaffung zusätzlicher Kaufkraft durch die fortgesetzte Diskontierung der Reichsschatzanweisungen. Es soll hier keine Kritik an der Politik der Reichsbank geübt werden, doch dürfte die Begründung der Reichsbank für ihre Handlungsweise den Tatsachen nicht ganz gerecht werden [1]): „Im Interesse der Erhaltung des Reichs und der Volkswirtschaft wird die Reichsbank der Reichsverwaltung den Weg, sich die unbedingt notwendigen Geldmittel mit Hilfe des Bankkredits zu beschaffen, solange nicht versperren dürfen, als dieser Weg der einzig gangbare ist. Eine ablehnende Haltung könnte an den bestehenden Verhältnissen nichts bessern, würde sie im Gegenteil unheilbar verschlimmern."

Da die Reichsbank indessen nicht wahllos alle ihr angebotenen Wechsel hereinnahm, sondern, ohne damit eine Kreditrestriktion eintreten zu lassen, ihren Diskont-

[1]) Verwaltungsbericht der Reichsbank für 1922, S. 5.

kredit in erster Linie für volkswirtschaftlich notwendige Umsätze zur Verfügung stellte, übte sie durch ihre Politik einen tiefgreifenden Einfluß auf den Geldmarkt aus. Die Spannung zwischen Bank -und Marktsatz verringerte sich zusehends, da die Banken nunmehr gezwungen waren, aus Liquiditätsrücksichten auch ihrerseits eine genaue Prüfung der Kreditgesuche, soweit es sich um Diskontkredite handelte, vorzunehmen. Durch diese, wenn auch eingeschränkte Rediskontbereitschaft der Reichsbank wurde aber immerhin erreicht, daß der Marktsatz nicht wesentlich über den Banksatz steigen konnte, da bei höherem Marktsatz sämtliche Primadiskonten sofort zur Reichsbank gegangen wären, um den billigeren Banksatz auszunutzen, so daß damit der Marktdiskont überhaupt illusorisch wurde.

Um noch auf die Wirkung der Geldentwertung einzugehen, so hätte zu Ende dieser Periode der Marktsatz vom privatwirtschaftlichen Standpunkt der Banken aus, wie später zu zeigen sein wird, bereits eine Risikoprämie für den Geldwertschwund während der Laufzeit des Wechsels enthalten und somit weit höher als der Banksatz stehen müssen. Durch die Rediskontierungsbereitwilligkeit der Reichsbank wurde jedoch den Banken dies Risiko zum größten Teil abgenommen, so daß der Marktsatz, von einigen geringfügigen Schwankungen nach oben abgesehen, auf seinem Stande unter dem Banksatz gehalten werden konnte. Die Reichsbank bezweckte bei der Erhöhung ihres Diskontsatzes nicht, eine Risikoprämie für den Wertschwund der Kredite in den Zins einzukalkulieren, außerdem verfolgte sie auch nicht den

Zweck, die privaten Kreditgesuche zurückzudämmen. Nur so ist die Diskonterhöhung auf 10% zu verstehen, obgleich dieser Satz im Hinblick auf die Geldentwertung viel zu niedrig war und durch die gewaltige Steigerung der Gewinn- und Verlustmöglichkeiten im gewerblichen Leben bei dem schwankenden Geldwerte von der kreditbedürftigen Wirtschaft leicht getragen werden konnte. Dies ist ein weiterer Faktor in der Politik der Reichsbank, der auf eine geringe Spannung hinwirkte. Neben diesen durch die Notenbankpolitik verursachten Gründen für die tatsächliche Entwicklung der Spannung liegt eine Reihe weiterer Momente in der jeweiligen Lage des Geldmarktes begründet, die in diesem Abschnitt teilweise bereits gestreift sind und im folgenden klargelegt werden sollen.

3. Einfluß der jeweiligen Geldmarktlage auf die Spannung.

Auf dem Geldmarkt haben wir in diesem Zeitabschnitt zwei Epochen zu unterscheiden: von 1919—1921 eine Periode der Geldflüssigkeit entsprechend der leichten Marktlage in der Kriegszeit, und daran anschließend 1922 eine Periode der beginnenden Versteifung auf dem Markt, die schließlich in eine Kreditnot ausartete. Diese beiden Epochen drücken sich deutlich in der Spannungskurve aus; einer Spannung von 1.575% in den Jahren 1919/21 steht eine solche von 0.405% im Jahre 1922 gegenüber.

a) Periode der Geldflüssigkeit.

Die Geldflüssigkeit dieser Zeit ist das äußere Kennzeichen der durch die innerpolitische Lage bedingten Unternehmungsunlust, die das durch die Liquidierung der deutschen Wirtschaft und den Ausverkauf der Lagerbestände freiwerdende Kapital als nicht unterzubringen durch Vermittlung der Banken [1]) und Sparkassen dem Geldmarkt zufließen ließ, anstatt es für Produktionszwecke zu verwenden, obgleich die Umstellung der Betriebe auf den Friedensstand fast überall erfolgreich durchgeführt war. Zu einem nicht geringen Teil entstanden diese Depositen durch Umwandlung von Produktivkapital in Geldkapital z. B. aus den Entschädigungen an die Besitzer von Unternehmungen in den besetzten Gebieten, oder aus dem Erlös ausländischer Wertpapiere. Hinzu kam, daß das Waren- und Börsengeschäft nur sehr stockend ging. Kurzfristig wurden dem Geldmarkt auch die aus den stark erhöhten Steuern eingehenden Gelder zur Verfügung gestellt, ebenso große Summen von den Sparkassen [2]), Kommunalbanken und Girozentralen, die ihr Arbeitsfeld infolge des Geldwertschwunds nicht mehr auf dem Kapitalmarkt suchten, der früher ihre ureigenste Domäne war, sondern sich neben dem Effekten- und Devisengeschäft vor allem der bankmäßigen Kreditvermittlung für das Großgewerbe zuwandten.

---

[1]) Die Kreditoren bei den acht Berliner Großbanken stiegen von 20 Milliarden Ende 1918 auf 39 Milliarden Ende 1920, lt. Bilanzen.

[2]) Die Einlagen bei den Sparkassen stiegen von 31 Milliarden Ende 1918 auf 46 Milliarden Ende 1921 (Die Sparkasse).

Nicht zu unterschätzen ist auch die Wirkung der Passivität der Zahlungsbilanz auf die Flüssigkeit des Geldmarkts. Die aus der Passivität der Handelsbilanz erwachsenden Verpflichtungen Deutschlands an das Ausland, denen nennenswerte Kompensationsposten auf der Aktivseite der Zahlungsbilanz nicht gegenüberstanden, sowie die Forderungen des Auslands an Deutschland für Leistungen und Dienste gingen nämlich zu einem großen Teil nicht direkt ins Ausland, sondern blieben als Guthaben ausländischer Banken und Unternehmungen bei den deutschen Großbanken stehen. Lansburgh[1]) schätzt, daß 1921 nicht weniger als ein Drittel der gesamten fremden Gelder der Banken sofort fällige Guthaben des Auslandes darstellte. Da alle diese Guthaben, die hauptsächlich zu Markspekulationszwecken in Deutschland gehalten wurden, jederzeit abberufen werden konnten, durften die Banken sie nicht fest anlegen, sondern mußten sie dem Geldmarkt zur Verfügung stellen, wo sie die Gelder jederzeit mobilisieren konnten. Soweit es sich also hierbei um Markguthaben handelte, dienten diese zur Verflüssigung des Geldmarktes.

Jedoch nicht nur die Vermehrung des Bankgeldes, d. h. der Depositen bei den Banken, die wir eben betrachtet haben, drückte auf den Geldmarkt, sondern in erster Linie die inflationistische Vermehrung des Zahlungsmittelumlaufs, die einen Teil der Vermehrung des Bankgeldes hervorgerufen hatte.

---

[1]) Zitiert bei Prion, „Deutsche Kreditpolitik 1919/22". In Schmollers Jahrbuch, 1924, Bd. I.

Der Geldumlauf [1]) ohne Notgeld aller Art betrug

Ende 1918	32.6	Milliarden
„ 1919	49.7	„
„ 1920	81.0	„
„ 1921	122.1	„

Diese Momente wirkten so stark auf den Geldmarkt ein, daß zu dieser Zeit der durch die fortschreitende Inflation hervorgerufene Kapitalschwund sich noch nicht stark bemerkbar machte, und daß die großen Geldbedürfnisse der Länder, Kommunen und eines Teils von Handel und Industrie, die nur zum Teil auf dem Kapitalmarkt gedeckt werden konnten, ohne Schwierigkeiten befriedigt werden konnten. Trotzdem spiegelte der Geldmarkt die Schwierigkeit, in der sich die deutsche Wirtschaft befand, wider, nicht zum wenigsten durch seine Wirkung auf die Zinssätze. Wie oben bemerkt, konnte die Spannung zwischen Bank- und Privatsatz in der Vorkriegszeit bei sehr flüssigem Geldmarkt auf $1^1/_4$% wachsen, wobei natürlich nicht augeschlossen war, daß die Spannung unter dem Druck besonderer Ereignisse vorübergehend über diese Grenze hinausging. Schwerlich aber war jemals eine länger anhaltende Spannung von ca. 2% zu verzeichnen, wie im Jahre 1919. Dies ist, soweit die Geldmarktlage in Betracht kommt, darauf zurückzuführen, daß der Verkehr geradezu mit Geld übersättigt war, und zwar nicht nur mit Noten, sondern vor allem auch mit Giralgeld. Mit andern Worten, die Geldkapitalbildung war trotz gleichzeitigen Kapital-

[1]) Lt. Angaben im Stat. Jahrbuch für das deutsche Reich, Jahrg. 1918—1921 passim.

schwunds dank der dauernden Neuschaffung zusätzlicher Kaufkraft und der Umwandlung von Produktivkapital in Geldkapital so stark, daß die stagnierende und schwer leidende Wirtschaft dies Kapital nicht mehr unterbringen konnte. Die Folge war, daß der natürliche Kapitalzins niedrig stand und, da die Zinssätze des Geldmarktes sich bis zu einem gewissen Grade danach richten, auch der Marktdiskont. Die Reichsbank konnte demgegenüber ihren Diskontsatz aus oben erwähnten Gründen nicht herabsetzen.

Die Flüssigkeit des Geldmarkts wirkt um so eigentümlicher, als sich im Ausland ein fühlbarer Geldmangel bemerkbar machte, der die Bank von England zwang, ihren Diskont am 6. 11. 1919 von 5% auf 6% und am 15. 4. 1920 auf 7% zu erhöhen, während die Bank von Frankreich ihren Satz von 5% auf 6% und die Federal Reserve Bank in New York ihren Diskont von 6% auf $6^1/_4$% erhöhen mußte. Diese eigentümliche Sonderlage des deutschen Geldmarktes zu dieser Zeit zeigt, daß einerseits die Bedürfnisse des Kapitalmarktes gegenüber dem ständig wachsenden Notenumlauf und der durch ihn geschaffenen künstlichen Geldflüssigkeit in den Zinssätzen noch nicht zum Ausdruck gekommen sind, andrerseits die Solidarität der internationalen Geldmärkte noch nicht wieder hergestellt ist, so daß eine Beeinflussung des Marktdiskonts und des Banksatzes durch internationale Arbitrage noch nicht in Frage kam. Es ist festzustellen, daß die gekennzeichnete Geldflüssigkeit nicht ein Zeichen der Stärke des deutschen Geldmarkts war, sondern im Gegenteil, da sie letzten Endes

nur durch die Kreditwirtschaft des Reiches bedingt wurde, als unnatürlich anzusprechen ist und nur die bedrängte Lage des Wirtschaftslebens widerspiegelt.

b) Versteifung auf dem Geldmarkt.

Dies Bild änderte sich wesentlich in der zweiten Hälfte dieser Periode im Jahre 1922. Die Flüssigkeit des Geldmarkts machte infolge der fortschreitenden Inflation einer immer fühlbarer werdenden Kreditnot Platz. Der Kapitalmarkt wurde durch das Nachlassen der Aufnahmefähigkeit des Publikums für Aktien- und Obligationen-Emissionen infolge der Hemmung des Spartriebs durch die Geldentwertung zu Bedeutungslosigkeit herabgedrückt, und der Geldmarkt hatte nunmehr auch die Kreditansprüche der Aktiengesellschaften neben den Bedürfnissen der Handels- und Industriefirmen, die ihr Kapital nicht mit Hilfe der Börse vergrößern konnten, zu befriedigen. Diese Kreditnachfrage wurde um so dringender und umfangreicher, als die durch die jähe Valutaverschlechterung verursachte Steigerung der Löhne und Rohstoffpreise schnell zur Aufzehrung der noch vorhandenen Reserven führte. Drängte so schon die ganze Entwicklung auf dem Geld- und Kapitalmarkt zur Kreditnot, so mußte diese Tendenz noch verschärft werden, als mit sinkendem Vertrauen in die Währung eine Flucht in die Devisen einsetzte. Diese Devisenmanie äußerte sich darin, daß die Betriebe aus Furcht vor dem Geldwertschwund den Banken ihre Depositen entzogen und sie zwar wertbeständig, aber vom volkswirtschaftlichen Standpunkt unproduktiv in Devisen an-

legten. Ja darüber hinaus traten sie sogar noch mit Kreditansprüchen an die Banken heran, sei es um den Kauf von Devisen zu Spekulationszwecken zu benutzen, sei es um diese als wertbeständige Betriebskapitalien zu verwenden. Verknappend auf den Markt wirkte auch die aus Furcht vor übermäßiger Steuerbelastung einsetzende Kapitalthesaurierung, die die Spar- und Betriebskapitalien von den Banken fortzog, außerdem die sogenannte „Kapitalflucht", die dem heimischen Markt große Summen fortnahm, um sie im Ausland unterzubringen. Noch mehr Mittel wurden den Banken durch die „Flucht in die Sachwerte" entzogen. Diese, ein Kriterium der Inflationszeit, bestand darin, daß das Sparkapital der Volkswirtschaft, das für die reibungslose Fortsetzung der Produktion unbedingt erforderlich war, von den Einzelwirtschaften aus Furcht vor der Entwertung volkswirtschaftlich unproduktiv in Bauten, Maschinen usw. investiert wurde, die nur für die Zukunft berechnet im Augenblick brach lagen und eigentlich nur Abbruchswert hatten. Diese Maßnahme war vom privatwirtschaftlichen Standpunkt vielleicht zu rechtfertigen, mußte sich im Rahmen der Gesamtwirtschaft aber verderblich auswirken. Die Aufzählung der Schwierigkeiten des Geldmarkts würde nicht vollständig sein, würde nicht die Einbürgerung eines bisher unbekannten Kreditgeschäfts erwähnt werden, die Beleihung von Devisen im börsenmäßigen Reportverkehr. Dies Geschäft nahm bald infolge der Sicherheit der Unterlagen einen großen Umfang an zum Nachteil der Währung und des Geldmarkts. Uns interessiert in diesem Zusammenhang

nur das Letztere. Wegen des in diesem Zweige des Kreditgeschäfts sich herausbildenden hohen Zinssatzes [1]) bestand für die Geldgeber nämlich ein großer Anreiz, ihre verfügbaren Gelder in der Hauptsache in diesem Geschäft anzulegen. Hierdurch wurden die ohnehin knappen Mittel des Geldmarkts noch mehr als bisher für Geschäfte in Anspruch genommen, die nur der Spekulation dienten und nicht volkswirtschaftlichen Bedürfnissen entsprangen. Die Folge war eine weitere empfindliche Verknappung des Marktes. Diese Art des Kreditverkehrs hatte aber nur kurzen Bestand und wurde bald (Ende 1922) aus währungspolitischen Gründen unterbunden, so daß damit auch der hierdurch auf den Geldmarkt ausgeübte Druck aufhörte. Unter diesen Umständen konnten die noch vorhandenen Sparkapitalien der Wirtschaft, soweit sie dem Geldmarkt zur Verfügung standen, zumal sie ja auch der Entwertung unterlagen, den Kapitalbedürfnissen nicht mehr genügen, besonders da die Kapitalneubildung fast vollständig aufhörte. Es trat also ein fühlbarer Mangel an Bankgeld ein, während die Zahlungsmittel [2]) infolge ihrer enorm gesteigerten

[1]) Es wurden im Devisenleihverkehr an der Berliner Börse folgende Reportsätze bezahlt:

Juli 1922	10—15% pro a.	Oktober	100—120% pro a.
August	40% „	November	—
September	20—30% „		

Man vergleiche diese Sätze mit den übrigen Zinssätzen. (Lt. Prion, Deutsche Kreditpolitik 1919—1922, in Schmollers Jahrb. 1924, Nr. 1.)

[2]) Ende 1922 liefen 1280.1 Milliarden Mark Banknoten um, wozu noch ca. 20 Milliarden Mark Notgeld und 13.5 Milliarden Mark Darlehnskassenscheine kamen. (Lt. Verwaltungsbericht der Reichsbank für 1922, S. 6/7.)

Umlaufsgeschwindigkeit den Bedürfnissen des Verkehrs noch genügten.

Es traten also auf dem Geldmarkt die entgegengesetzten Erscheinungen wie in der vorhergehenden Periode ein: Die Nachfrage nach Leihgeld war größer als das Angebot. Die Zinssätze des Geldmarktes stiegen und übertrafen mit Ausnahme des Marktdiskonts den Banksatz ganz erheblich. Der Marktdiskont wurde bis in die Höhe des Banksatzes mit hinaufgerissen, fand hier aber seine Begrenzung aus bereits genannten Gründen in der Verzinsung der Reichsschatzwechsel. Dagegen folgte er jeder Erhöhung des Diskonts sofort, ohne ihn jedoch wesentlich zu überschreiten [1]).

4. Kreditpolitik der Banken.

Neben den genannten Faktoren darf man auch die privatwirtschaftlichen Interessen der Großbanken nicht außer acht lassen. Diese hatten in dieser Periode mehr denn je mit Schwierigkeiten zu kämpfen, die sie zu der im folgenden dargelegten Politik ihren Kunden gegenüber trieben. Wie bereits erwähnt, nahm der Prozentsatz der außerhalb der Reichsbank untergebrachten Reichsschatzwechsel von Jahr zu Jahr mehr ab. Dies war in erster Linie Schuld der Banken. Beispielsweise lagen noch Ende 1920 mehr als 25% des Gesamtbetrages der ausgegebenen Schatzanweisungen bei 7 Berliner Großbanken, die darin 60% ihrer fremden Gelder an-

[1]) Am 21. 9. wurde der Diskont auf 8% erhöht, Ende September stieg der Marktdiskont auf $8^{1}{}_{2}$%. (Lt. Volkswirtschaftliche Chronik für Sept. 1922.)

gelegt hatten. Ende 1921 betrug das Konto „Wechsel und unverzinsliche Schatzanweisungen" in der Bilanz der genannten Banken noch 46% und sank bis Ende 1922 auf 20.1% der gesamten Verbindlichkeiten[1]). Zu berücksichtigen ist hierbei, daß das Verhältnis der Wechsel zu den Schatzwechseln sich mehr und mehr zu ungunsten der Schatzwechsel änderte. Solange nun die Banken für ihre fremden Gelder in den Schatzwechseln eine äußerst liquide und guten Zinsertrag bietende Anlage fanden, konnten sie die Primadiskonten als Anlage entbehren und brauchten sich auf dem stark eingeschränkten Diskontenmarkt keine Konkurrenz zu machen, so daß der Marktsatz sich lange unbeeinflußt von den Banken der Geldmarktlage entsprechend einstellen konnte. Erst als bankpolitische Gründe die Banken zwangen, sich mehr von den staatlichen Anlagen abzuwenden, bevorzugten sie wieder mehr private Anlagemöglichkeiten. Da aber einerseits die ihnen zur Anlage zur Verfügung stehenden fremden Gelder infolge der Geldentwertung nur noch sehr geringen Umfang hatten, und andrerseits die dauernde Flüssigkeit des Geldmarktes aus schon genannten Gründen einer empfindlichen Kreditnot gewichen war, konnten sie, soweit sie überhaupt noch Privatdiskonten hereinnahmen, ohne sich Konkurrenz um das jetzt reichlicher zur Verfügung stehende Material machen zu brauchen, ihre Bedingungen den Geldnehmern diktieren. Daß sie jetzt nur noch zu Sätzen diskontierten, die dem Schatzwechselzinsfuß entsprachen, ist verständlich.

[1]) Lt. Wirtschaftskurve 1923, Nr. III, S. 84.

Preissteigernd auf den Marktdiskont wirkte auch das Bestreben der Banken, nach Möglichkeit nur noch kurzfristigen Kredit zu gewähren wegen des Geldentwertungsrisikos, das ihnen anfangs nicht zum Bewußtsein gekommen war, weil ihre Kreditoren auch von der Entwertung betroffen waren, und die Rediskontmöglichkeit bei der Reichsbank Gelegenheit bot, das Valutarisiko auf diese abzuwälzen. Er stellte sich jedoch heraus, daß die Kreditgesuche von Handel, Industrie und Landwirtschaft größer waren als die Leistungsfähigkeit der Banken, da bei den Kreditinstituten die Entwicklung der fremden Gelder [1]) und auch der Eigenkapitalien mit der Geldentwertung nicht entfernt Schritt gehalten hatte. Aus dieser Erkenntnis heraus legten die Banken ihre fremden Gelder anstatt im Konto-Korrent- oder Diskontkreditgeschäft lieber als „tägliches Geld" an der Börse an, das ja auch einen hohen Grad von Liquidität besitzt. Sehr bevorzugt bei der Anlage flüssiger Gelder wurde auch die schon erwähnte Devisenleihe im börsenmäßigen Reportverkehr, die durch hohe Zinssätze das Valutarisiko auszumerzen suchte. Wir sehen hier schon den Anfang der Entwicklung, die im Jahre 1923 trotz Propagierung des Handelswechsels durch die Reichsbank zu einem völligen Aufhören des Privatdiskontgeschäfts

[1]) Ende 1922 betrugen die Kreditoren sämtlicher deutscher Kreditbanken und sonstiger dem Geldverkehr dienender Institute inkl. der Sparkassen schätzungsweise 3 Milliarden Goldmark, gegenüber $8^1/_2$ Milliarden Goldmark Ende 1921, während Ende 1913 annähernd 20 Milliarden Mark Einlagen bei den Sparkassen und 8 Milliarden Mark bei den Kreditbanken zu verzeichnen waren. (Lt. Geschäftsbericht der Deutschen Bank, 1922, S. 19.)

führte, da die Banken sich scheuten, ihre flüssigen Mittel länger als auf Tage festzulegen, zumal da die Reichsbank sämtliche zum Rediskont eingereichten Wechsel genau auf ihre volkswirtschaftliche Notwendigkeit prüfte. Der Privatdiskontenmarkt konnte aber nur so lange lebensfähig sein, als die Banken in der Rediskontbereitschaft einen Rückhalt hatten, da beim Fehlen dieses Moments das zum Marktdiskont hereingenommene Material seine Eigenschaft als liquide Anlagemöglichkeit zum größten Teile verliert. Die Verteuerung des Marktdiskonts ist außerdem auch darauf zurückzuführen, daß die Banken, wie erwähnt, nicht in der Lage oder besser nicht gewillt waren, die Konto-Korrent-Kreditnachfrage zu befriedigen, und daß deswegen die Kreditsuchenden sich gezwungen sahen, ihre Bedürfnisse auf dem Geldmarkt zu naturgemäß steigenden Konditionen zu befriedigen.

Verschiedentlich ist in Vorstehendem schon die Rede von einer Materialknappheit auf dem Privatdiskontenmarkt gewesen. Diese ist in dieser Periode nicht so sehr wie in der Kriegszeit auf die Initiative der Geldnehmer, sondern hauptsächlich auf den Widerstand der Akzepteure, also der Großbanken, deren Akzept schlechthin als fein gilt, zurückzuführen.

(Ueber die Entwicklung des Akzeptumlaufs vergleiche die Tabelle auf der folgenden Seite.)

Aus dieser Tabelle geht hervor, daß die Summe der Akzepte zwar absolut der Geldentwertung folgend gestiegen ist, daß aber der Goldmarkwert derselben am Stande des Dollars gemessen auf $^1/_{17}$ gesunken ist. Es

ist dies umso bemerkenswerter, als fast sämtliche angeführten Banken ihren Geschäftskreis durch Fusionen noch erweitert haben, z. B. 1920 die Commerz- und Dis-

Akzeptkonto der Berliner Großbanken[1]).
(in Millionen Mark)

Ende	1919	1920	1921	1922
Deutsche Bank	138.1	154.1	218.5	1403.5
Dresdner Bank	107.6	108.9	160.2	1480.8
Commerz- und Diskontobank[2])	67.1	91.0	134.8	767.5
Direction der Disc.-Ges.[3])	127.8	96.6	215.1	787.9
Berliner Handelsges.	59.2[4])	59.8	30.5	56.0
Bank für Handel und Industrie[5])	115.9	126.9	230.7	1355.9
A. Schaaffhausenscher Bankverein	64.8	83.6	38.9	176.0
Summe	680.5	720.9	1028.7	6027.6
Goldmarkwert umger. über Dollarkurs	59.0	41.2	23.5	3.4

[1]) Lt. Jahresbilanzen.

[2]) 1920 wurde die Firma nach Fusion mit der Mitteldeutschen Privatbank, Magdeburg, in „Commerz- und Privatbank" umgewandelt.

[3]) Ohne Niederlassung London.

[4]) inkl. noch nicht eingelöster Schecks. Dieser Posten ist in den übrigen Jahren gesondert ausgewiesen.

[5]) Ab 1921 in Gemeinschaft mit der Nationalbank für Deutschland, die 1922 zur Fusion führte. Die neue Firma lautete „Darmstädter und Nationalbank".

kontobank durch Fusion mit der Mitteldeutschen Privatbank, 1921 die Bank für Handel und Industrie durch Eingehen einer Gemeinschaft mit der Nationalbank für Deutschland, die 1922 zur völligen Verschmelzung führte. Den relativen Rückgang der Bankakzepte konnte auch die 1922 einsetzende Wiedererweckung des Handelswechsels als Kreditinstrument nicht aufhalten. Der Verwaltungsbericht der Reichsbank 1922 schätzt den Wechselbestand der Reichsbank 1922, nach der inneren Kaufkraft der Mark gemessen, auf 40% ihres Bestandes vor dem Kriege und auf 50% des gesamten Wechselumlaufs. Vor dem Kriege wurde der gesamte Wechselumlauf an Hand der Wechselstempelerträge auf $8^1/_2$ Milliarden Mark[1]) geschätzt, wovon sich ca. 1 Milliarde im Portefeuille der Reichsbank befand. Demnach würde sich der Gesamtwechselumlauf Ende 1922 ungefähr auf ein Zehntel des Umlaufs vor dem Kriege vermindert haben, also auf ca. 800 Millionen. Demgegenüber hat sich der Primabankakzeptumlauf von 1.270 Millionen 1913 auf 3.4 Millionen Ende 1922 vermindert. Mit andern Worten, gegenüber 15% im Jahre 1913 betrug der Primadiskontenumlauf 1922 noch ca. 0.85% des deutschen Wechselumlaufs. Zu bemerken ist hierzu allerdings, daß die Schätzung der Reichsbank nach der Kaufkraft der Mark erfolgt ist, während sich unsere Berechnung des Akzeptumlaufs auf den Dollarkurs stützt, so daß der Anteil der Primadiskonten am Wechselumlauf in Wirklichkeit etwas höher war. Die Gründe da-

[1]) Friedrich, „Kreditnot und ihre Bekämpfung", im Bankarchiv vom 15. 8. 1922, S. 322.

für, daß die Großbanken mit der Gewährung ihres Akzepts so sparsam umgingen, liegen in der Sorge um ihre Liquidität. Wenn auch die Kreditgewährung mittels Akzeptierung eine Kreditexpansion ohne Benutzung eigener Mittel darstellt, so mußten die Banken doch immer auf die Aufnahmefähigkeit des Marktes und die Möglichkeit des Rediskonts bei der Reichsbank Rücksicht nehmen. Mit beiden war es aber schlecht bestellt, der Markt litt unter Geldknappheit, und die Reichsbank nahm eine genaue Prüfung alles ihr zum Rediskont eingereichten Materials auf seine volkswirtschaftliche Notwendigkeit vor, die bei Bankakzepten infolge ihrer Beschaffenheit schwer nachzuweisen ist. Ferner besteht bei den Bankakzepten immer ein großer Teil aus Ziehungen von Bank zu Bank, die als „Finanzwechsel" von der Reichsbank nicht genommen werden und deswegen auf den Geldmarkt angewiesen sind. Unter diesen Umständen bestand für die Großbanken die Gefahr, ihre eigenen Akzepte wieder aufnehmen zu müssen, die dann natürlich nicht als liquide Anlage betrachtet werden konnten. Infolgedessen war es den Banken nur bei einem geringen Akzeptumlauf, der den Rediskontbedingungen der Reichsbank entsprach, möglich, den Marktsatz auf der Höhe des Banksatzes zu halten, während eine Ausweitung des Umlaufs beispielsweise durch der Spekulation dienende Akzepte unfehlbar eine Erhöhung des Marktdiskonts nach sich gezogen hätte. Ein geeignetes Mittel, die Inanspruchnahme ihres Akzeptkontos zu vermindern, hatten die Banken in der Erhöhung ihrer Ak-

zeptprovision in der Hand. Diese [1]), die vor dem Kriege $1\frac{1}{8}\%$—$1\frac{1}{4}\%$ betrug, wurde erstmalig im Dezember 1919 auf $1\frac{1}{2}\%$ für gedeckte und $\frac{3}{4}\%$ für ungedeckte Kredite pro Quartal erhöht. Am 1. 9. 1922 stieg sie weiter auf $1\frac{1}{2}\%$ für gedeckte und 2% für ungedeckte Kredite pro Quartal und übertraf mit 3% für gedeckte und 4% für ungedeckte Kredite pro Quartal ab 1. 11. 1922 bereits den eigentlichen Diskontsatz. Hierdurch wurde für die Geldnehmer praktisch die Inanspruchnahme des Akzeptkredits genau so teuer oder teurer wie die Aufnahme von Börsengeld [2]), so daß ersterer seines Vorzugs der Billigkeit verlustig ging. Unter diesen Umständen bot die Benutzung des Akzeptkredits zu Spekulationszwecken keinen Vorteil mehr, wodurch der Akzeptumlauf von solchem Material, das die Reichsbank in Verfolg ihrer neuen Politik zurückgewiesen hätte, gereinigt wurde. Die erhöhten Provisionen dienten den Banken auch gleichzeitig dazu, eine versteckte Risikoprämie für Geldwertschwund zu erheben, die sie im Zinssatz wohl noch von Vorurteilen der Vorkriegszeit befangen nicht erhoben. So verfolgten die Banken also in ihrer Zinspolitik noch dieselben Wege wie in der Vorkriegszeit, während sie ihre Provisionspolitik gänzlich auf Abwälzung der erhöhten Unkosten und vor allem des Valutarisikos eingestellt hatten. Dies ist der zweite Grund, weswegen die

[1]) Konditionen des Zentralverbandes des deutschen Bank- und Bankiergewerbes.

[2]) Im Nov. 1922 bedang der Marktsatz $8.9\% + 3\%$ Prov. $= 11.9\%$, demgegenüber „tägl. Geld“ 11%; im Dez. 1922 bedang der Marktsatz $9.7\% + 3\%$ Prov. $= 12.7\%$, demgegenüber „tägl. Geld“ 12%.

Banken ihren Akzeptkredit zu relativ billigen Zinssätzen erteilen konnten, zumal sie ja auch immer noch versuchten, das Valutarisiko durch Rediskont bei der Reichsbank auf diese abzuwälzen.

5. Mitwirkung der Geldnehmer an der Höhe der Spannung.

Die Mitwirkung der Geldnehmer an der Höhe des Marktdiskonts und damit auch an der Größe der Spannung äußerte sich mehr indirekt als direkt durch die großen Kreditansprüche, deren Wirkung auf den Geldmarkt bereits gekennzeichnet wurde. Der Kreditbedarf von Handel und Industrie, der mit der fortschreitenden Geldentwertung mehr und mehr zunahm, mußte sich deswegen so stark auf den Geldmarkt auswirken, weil der Kapitalmarkt, den sie früher für alle der Investierung dienenden Kredite durch Emission von Aktien und Obligationen in Anspruch genommen hatten, nicht mehr genügend aufnahmefähig für Neuemissionen war. Sie mußten den Geldmarkt außer für Betriebskredite auch für die Aufbringung der der Investierung im Betrieb dienenden Mittel in Anspruch nehmen. Letztere erreichten nicht zum wenigsten durch die damals großen Umfang annehmende vertikale Konzentration und die Notwendigkeit, die Produktionsmittel nach der schweren Beanspruchung in der Kriegszeit allmählich wieder auf ihre Vorkriegsqualität und -quantität zu bringen, große Ausmaße. Dadurch übernahm ebenso wie der Banksatz auch der Marktdiskont, der zwar bei weitem nicht für

alle auf dem Geldmarkt für oben angeführte Zwecke getätigten Geschäfte in Anwendung zu bringen war, aber trotzdem eine führende Stellung unter den Zinssätzen des Geldmarkts einnahm, die Kapitalmarktzinsfunktionen. Da letzterer naturgemäß, da es sich um langfristige Anlagen handelt, viel stabiler ist als die Geldmarktsätze, die sich mehr der jeweiligen Konjunktur anpassen, mußte abgesehen von den täglichen Schwankungen eine gewisse Stabilität auch in der Höhe des Marktdiskonts zutage treten. Die Bewegung des Marktsatzes (Tabelle S. 55/56) beweist diese Behauptung. In den Jahren 1920/21 sind nennenswerte Schwankungen nicht festzustellen. Für die Jahre 1919 und 1922, die größere Schwankungen aufweisen, treffen obige Voraussetzungen dagegen nicht zu. Im Jahre 1919 ruhte die Unternehmungslust und trat deswegen nicht mit größeren Kreditansprüchen an den Markt heran, im Jahre 1922 warf das mit der für den Gläubiger verbundene Risiko alle Theorie über den Haufen: Der Marktdiskont folgte dem Banksatz mit sich immer verringernder Spannung. Wir sehen hier, daß in dieser Periode die Kreditansprüche von Handel und Industrie zeitweise einen tiefgreifenden Einfluß auf die Beständigkeit der Spannung zwischen Bank- und Marktsatz ausübten, während die Geldnehmer auf die absolute Höhe des Marktsatzes, wie sie sich aus der Markt- und Wirtschaftslage ergab, durch das Warnungssignal der hohen Provisionen von starker Beanspruchung des Akzeptkredits zurückgehalten, keinen direkten Einfluß geltend machten. Sie nahmen lieber den ihnen von den Banken als Ersatz für den Akzept-

kredit angebotenen Bürgschaftskredit in Anspruch, der, am Dollarkurs gemessen, relativ wenig in seiner Inanspruchnahme zurückging.

Avalkonten der Berliner Großbanken[1]).

(In Millionen Mark)

Ende	1919	1920	1921	1922
Deutsche Bank	1452.0	1154.0	1681.0	42 207.0
Dresdner Bank	2262.9[2])	1847.2[2])	1377.9	22 689.5
Commerz- und Diskontobank[3])	518.4	377.5	708.4	21 517.3
Direction der Disconto-Ges.	928.8	526.1	887.5	17 610.8
Berliner Handels-Gesellschaft	115.7	126.0	171.5	3 736.0
Bank für Handel und Industrie[4])	644.6	565.0	1479.0	23 857.6
A. Schaaffhaus. Bankverein	220.1	246.0	230.4	2 122.6
Summe	6142.5	4841.8	6535.7	133 740.8
Goldmarkwert umgerechn. über Dollarkurs	532.7	277.2	149.1	76.4

[1]) Lt. Jahresbilanzen.

[2]) inkl. der für das Reich und die Reichsbank übernommenen Bürgschaften, die in den übrigen Bilanzen gesondert ausgewiesen werden.

[3]) 1920 wurde die Firma nach Fusion mit der Mitteldeutschen Privatbank, Magdeburg, in „Commerz- und Privatbank" umgewandelt.

[4]) Ab 1921 in Gemeinschaft mit der Nationalbank für Deutschland, die 1922 zur Fusion führte. Die neue Firma lautete „Darmstädter und Nationalbank".

6. Zusammenfassung der die wechselnde Spannung bedingenden Faktoren.

Zusammenfassend kann man also sagen, daß auch in dieser Periode der Markdiskont noch vollständig in Abhängigkeit vom Reichsbankdiskont oder dem etwas niedrigeren Schatzwechselzinsfuß stand. Die Größe der Spannung im speziellen ist 1919 auf flüssige Geldmarktlage und Unternehmungsunlust, die ja auch in Vorkriegszeiten einen niedrigen Privatdiskont zur Folge hatte, zurückzuführen. 1920/21 wurde zwar die Kreditnachfrage etwas stärker, konnte aber dem Geldmarkt seine immer noch große Flüssigkeit nicht nehmen. Das geringe Primadiskontenangebot wurde von den Banken leicht aufgenommen zu Diskontsätzen, deren Abstand vom Banksatz die normale Spannung etwas überschritt, was durch den Geldüberfluß am Markt und die Geringfügigkeit des Geschäfts leicht erklärt ist. 1922 setzte der Umschwung auf dem Geldmarkt ein. Die Geldflüssigkeit wich einer Anspannung, die allmählich in fühlbare Kreditnot überging. Dadurch konnten auch die Privatdiskonten, wenn ihr Angebot auch noch so gering war, nur zu steigenden Zinssätzen untergebracht werden. Infolge der wenn auch eingeschränkten Rediskontbereitschaft der Reichsbank blieb der Marktdiskont aber im großen und ganzen noch unter dem Banksatz, während die Banken sich durch Erhöhung ihrer Provisionen für das erhöhte Valutarisiko schadlos hielten.

III. Abschnitt.

Die Bestimmungsgründe für die Spannung in der Periode des rapiden Emporschnellens der Geldmarktsätze 1923.

1. Verlauf der Spannungskurve.

Mit dem Beginn der Ruhrbesetzung versuchte die Reichsbank eine Stabilisation der Währung vorzunehmen, die sich auf dem Geldmarkt in einer gewissen Beruhigung auswirkte. Der Privatsatz, für den bis zum März 1923 noch eine Notiz festzustellen ist, oszillierte um den Banksatz, und die übrigen Geldsätze lagen nicht wesentlich darüber. Dies änderte sich sofort, als im April die Stützungsaktion zusammenbrach. Jetzt gab es für die Zinssätze kein Hemmnis mehr, in rapider Steigerung übertrafen sie bald den Banksatz um das mehrfache. Da infolge des Geldwertschwunds allgemeine Abneigung gegen längerfristige Kreditgewährung bestand, blieb von den mannigfaltigen Zinssätzen des Geldmarkts lediglich der Satz für „Tägliches Geld" übrig, der deswegen auch den folgenden Ausführungen zugrunde gelegt ist. Die Größe der Spannung zeigen folgende Zahlen. (Siehe die Tabelle auf der folgenden Seite.)

Die Spannung ist für die Monate Januar bis März unter Beziehung auf Bank- und Marktsatz, für die folgenden Monate auf Banksatz und den Satz für „Tägl. Geld" berechnet. Da letzterer nicht offiziell notiert wird, ist es klar, daß bei einer solchen Deroute auf dem Geldmarkt wie in dieser Periode die Höhe der Sätze außer-

ordentlichen Schwankungen unterworfen war, und die Berichterstattung sehr erschwert wurde. Deshalb zeigen auch die Angaben in den einzelnen Quellen große Abweichungen. Die angeführten Sätze bilden ungefähr den Durchschnitt der verschiedenen Angaben und erscheinen deswegen als geeignete Unterlage für die Arbeit.

1923	Diskont [1])	Marktdiskont	Tägliches Geld höchst.	niedr.	Durchschn.	Spannung [2])
	in Prozent					
Jan.	10.9	10.15	14	10	12	0.75
Febr.	12	12	36	13	14.50	—
März	12	12	24	14	15.17	—
April	13.36	—	30	14	16.93	— 3.57
Mai	18	—	46	20	27.75	— 9.75
Juni	18	—	72	24	33.23	— 15.23
Juli	18	—	360	30	129.69	— 111.69
August	29.61	—	900	180	417	— 387.39
Sept.	62	—	3600	180	1057.92	— 995.92
Okt.	90	—	5400	360	1375.71	— 1285.71
Nov.	90	—	7920	720	2880	— 2790

2. Politik der Reichsbank.

a) Restriktionen gegenüber privaten Kreditgesuchen.

Die Reichsbank setzte ihre bereits in der zweiten Hälfte des Jahres 1922 begonnene Politik der vorsich-

[1]) Die Diskontsätze sind dem Verwaltungsbericht der Reichsbank, die übrigen Sätze der Volkswirtschaft. Chronik entnommen.

[2]) Das Zeichen „—“ bedeutet negative Spannung, d. h. die Geldsätze stehen über Banksatz.

tigen Diskontierung fort, indem sie eine noch strengere Prüfung aller eingereichten Diskonten auf ihre volkswirtschaftliche Notwendigkeit vornahm und außerdem die Diskontierung der ihr zum Diskont eingereichten Warenwechsel erheblich einschränkte. Man kann zu dieser Zeit schon von einer teilweisen Kreditsperre der Reichsbank reden. Es brach sich allmählich auch bei der Reichsbank die Ueberzeugung Bahn, daß die ganze Kreditgewährung nicht mehr auf Sparkapitalien der deutschen Volkswirtschaft, sondern auf der Arbeit der Notenpresse aufgebaut sei und somit durch fortgesetzte Schaffung zusätzlicher Kaufkraft nicht wenig zum Währungszerfall beigetragen habe. Die Durchführung dieser Politik war für die Reichsbank nicht leicht, denn vor dem Untersuchungsausschuß erklärten die Reichsbankvertreter selbst, daß es in einzelnen Fällen nicht leicht sei, die wahre Natur der eingereichten Wechsel zu erkennen. Grundsätzlich kämen nur Warenwechsel in Frage, bei denen der Umsatz von Waren nachgewiesen würde. In Ausnahmefällen seien auch Finanzwechsel (!) diskontiert, besonders aus dem besetzten Gebiet. Aber trotzdem genügte schon die teilweise Durchführung dieser Restriktionen, um die Geldmarktlage weiter zu verschärfen und die Zinssätze des Geldmarkts in die Höhe zu treiben. Jedoch hierbei blieb es nicht. Im Laufe des Jahres wurde die Kreditgewährung nicht nur nach ihren Unterlagen, sondern auch nach ihrer Dauer eingeschränkt. Die Laufzeit der von ihr zum Diskont bezw. Rediskont zugelassenen Wechsel wurde anfangs auf 20 Tage, später sogar auf 10 Tage beschränkt, so daß man hier

nur noch von einem Inkassokredit sprechen kann. Der Erfolg dieser Maßnahme war, daß der Privatdiskontenverkehr, der schon einen so geringen Umfang hatte, daß Diskontnotizen nicht mehr veröffentlicht wurden, jetzt ganz einschlief, da die Primadiskonten damit aufhörten, eine liquide und jederzeit bei der Reichsbank durch Rediskont mobilisierbare Anlage zu sein. Der ganze Kreditbedarf der Wirtschaft suchte jetzt auf dem Geldmarkt durch Aufnahme von „täglichem" Geld Befriedigung, was naturgemäß nur zu steigenden Geldsätzen möglich war.

b) Hemmungslose Kreditgewährung an das Reich.

Neben dieser Einschränkung der privaten Inanspruchnahme bestand dagegen die hemmungslose Kreditgewährung an das Reich weiter. Der Kreditbedarf des Reiches resultierte vor allem aus der finanziellen Last des Ruhrkampfes. Die Kosten des passiven Widerstandes werden ohne Berücksichtigung des Mindererträges der Steuern und sonstiger Leistungsausfälle auf 2.1 Milliarden Goldmark geschätzt [1]). Auf diese Weise wurde also eine beträchtliche Menge von Kapitalkräften zu unproduktiven Zwecken vergeudet. Im übrigen erklärte sich der Kreditbedarf im wesentlichen aus dem Zinsendienst für die aufgenommenen Schatzwechselkredite, ferner aus den sich täglich steigernden Gehalts- und Lohnzahlungen und aus den Leistungen aus dem Friedensvertrag. Da diesen Ausgaben infolge der Geld-

[1]) H. Schneider in Magazin der Wirtschaft, I., Nr. 15, vom 21. 5. 1925.

entwertung nur sehr geringe Einnahmen aus Steuererträgen gegenüberstanden, nimmt es nicht wunder, wenn die schwebende Schuld des Reiches bis zum 15. November 1923 einen Stand von 191 Trillionen erreichte, die von der Reichsbank nicht durch Rückgriff auf die Sparkapitalien der Wirtschaft, sondern nur durch erhöhte Inanspruchnahme der Notenpresse aufgebracht werden konnten. Außerdem war es dem Reiche nicht möglich, diese schwebenden Schulden in fundierte umzuwandeln. Lediglich die Emission von zwei wertbeständigen Anleihen[1]) gelang. Auch in dieser Periode versuchte die Reichsbank wieder, um ihren Status nicht zu sehr zu belasten, möglichst große Beträge der dem Reiche diskontierten Schatzanweisungen auf dem Geldmarkt zu rediskontieren, jedoch mit ständig abnehmendem Erfolg. Folgende Zahlen geben ein treffendes Bild von dem Mißverhältnis der im Portefeuille der Reichsbank befindlichen und der außerhalb untergebrachten Schatzanweisungen:

Prozentsatz

der im Portefeuille der Reichsbank verbliebenen Schatzwechsel von der Gesamtausgabe[2]):

Ende:	Dez. 22	Jan. 23	Febr.	März	April	Mai
	79.4	77.3	82.1	70.0	73.7	73.2
	Juni	Juli	August	September	15. November	
	83.3	93.0	85.5	97.0	99.1	

[1]) „Dollarschatzanweisungen des deutschen Reiches" und „Wertbeständige Anleihe des deutschen Reiches" (Goldanleihe).

[2]) Lt. Wirtschaftskurve, 1923, Heft III.

Von 20.6% ging der Prozentsatz der außerhalb der Reichsbank untergebrachten Schatzwechsel auf kaum 1% zurück. Hierdurch ging ein wesentlicher Faktor verloren, der in den vorhergehenden Jahren dafür Sorge getragen hatte, daß Bank- und Marktsatz nicht zu sehr divergierten, nämlich die maßgebende Wirkung des Schatzwechselzinsfußes auf den Marktsatz. Höchstens für die ersten Monate des Jahres, wo einerseits der Marktsatz um den Banksatz oszillierte, andrerseits der Absatz der Schatzwechsel noch zwischen 20% und 30% schwankte, kann man noch einen Einfluß des Schatzwechselzinsfußes auf den Marktdiskont annehmen. Dieser konnte sich geltend machen durch die infolge des Währungsstabilisierungsversuchs eingetretene Beruhigung der Wirtschaft. Die Gründe für den mangelnden Absatz der Schatzwechsel sind in der Psyche des Inflationsgeldgebers zu suchen. Das Vertrauen in die Zahlungsfähigkeit des Staates war schwer erschüttert, wenn nicht ganz verloren gegangen. Außerdem machte die Reichsbank in der Erkenntnis, daß sie als Kreditquelle zu Spekulationszwecken schwer mißbraucht wurde, Schwierigkeiten bei der Diskontierung von Handelswechseln. Ist es da ein Wunder, daß die Geldgeber, die außerdem auf dem offenen Geldmarkt weit höhere Zinssätze als für die Rediskontierung von Schatzwechseln bekommen konnten, deren Liquidität mißtrauten und sie nur noch als äußersten Notbehelf für die Anlage flüssiger Gelder ansahen. Hier konnten auch die wiederholt vorgenommenen Diskonterhöhungen der Reichsbank keinen erhöhten Anreiz schaffen, zumal sie anfangs nur sehr

zögernd und unzulänglich vorgenommen wurden, während sie später etwas mehr mit Rücksicht auf die Lage des Geldmarktes erfolgten, ohne ihr indessen gerecht zu werden. Gerade wegen dieser Spannung gelang es auch durch die Diskonterhöhungen trotz aller Mahnungen und Sichtungen des zum Diskont eingereichten Materials seitens des Reichsbankdirektoriums nicht, den Anreiz zur Inanspruchnahme der Reichsbank ganz zu unterbinden [1]). Der Reichsbankdiskont hatte also jede Bedeutung als Regulator der Kreditansprüche und der Marktzinssätze verloren.

c) Kreditgewährung auf valorisierter Grundlage.

Um im Kreditverkehr einer Ausnutzung zu spekulativen Zwecken zu entgehen, griff die Reichsbank analog dem Geschäftsgebaren in der Privatwirtschaft gegen Ende der Inflationsperiode zur wertbeständigen Rechnung, ohne damit natürlich die Rechnung in Papiermark vollständig aufzugeben, und zwar begann sie damit, zunächst im Lombardverkehr wertbeständige Kredite zu erteilen. Da es sich nicht rechtfertigen ließ, solange neben valorisierten auch nichtvalorisierte Kredite erteilt wurden, einen einfachen Papiermarkkredit hinsichtlich des Zinssatzes ebenso zu behandeln wie einen wert-

[1]) Der Bestand der Reichsbank an diskontierten Handelswechseln stieg im Laufe des Jahres bis 30. 11. 1923 von 422.2 Milliarden auf 347.3 Trillionen. Während also der Bestand der Reichsbank an Handelswechseln um ca. das 82 000 000fache stieg, verschlechterte sich in derselben Zeitspanne der Markkurs um ca. das 570 000 000 fache.

beständigen Kredit, wurde der Reichsbank in Abänderung des § 15 des Bankgesetzes, der seinem Wortlaut nach einen einheitlichen Diskont- und Lombardsatz voraussetzte, die Befugnis zur Aufstellung mehrerer Diskont- und Lombardsätze nebeneinander erteilt [1]). Die Reichsbank wirkte außerdem von sich aus auf eine schnelle Einführung der valorisierten Kredite hin, indem sie die ganzen Kreditansprüche, die sie im Rahmen ihrer Diskontkreditgewährung infolge ihrer Restriktionspolitik nicht befriedigen konnte, auf den Weg der wertbeständigen Lombardkredite bei sich (auf Wechsel) oder bei den Darlehnskassen (auf Waren oder Effekten) verwies [1]). Zu erwähnen ist in diesem Zusammenhang auch, daß der Reichsbank und den Privatnotenbanken das Recht gewährt wurde, nach Bedürfnis ihres Verkehrs auf Goldmark lautende Banknoten auszugeben. Von der Ausgabe von Goldmarknoten und dem Kreditgeschäft in auf Goldmark ausgestellten Wechseln und Schecks ist von der Reichsbank allerdings kein Gebrauch gemacht, ebensowenig von der Möglichkeit, Goldzertifikate mit beschränkter Laufzeit auszugeben. Hervorzuheben ist, daß bei einem Lombardsatz von 10% für valorisierte Lombarddarlehn ein Diskontsatz von 90% viel zu niedrig war, zumal auch der Satz für Marklombarddarlehn ab 8. 10. 108% zuzüglich $^1/_4$% Gebührenzuschlag pro Tag, der vorher

[1]) Durch Gesetz vom 10. 10. 1923. (R.G.Bl. II, S. 396.)

[2]) Bei den Darlehnskassen erreichte die wertbeständige Lombardierung einen solchen Umfang, daß Ende Dezember 1923 von 9.3 Trillionen Darlehen nur 0.2 Trillionen Mark nicht valorisiert waren (lt. Verwaltungsbericht der Reichsbank, 1923, S. 10).

nicht berechnet wurde, also zusammen 198% betrug. Unter diesen Umständen war nur die Restriktionspolitik der Reichsbank dazu angetan, einer mißbräuchlichen Ausnutzung zu Spekulationszwecken zu steuern. Da aber die Bank, wie erwähnt, die Kreditgewährung im Laufe des Jahres auf reine Inkassokredite beschränkte, und im übrigen nach Möglichkeit nur wertbeständige Lombardkredite erteilte, kann man zu dieser Zeit dem Banksatz keinen Platz mehr in der Reihe der den Geldmarkt beeinflussenden Faktoren einräumen, er war zu einer Null im Wirtschaftsleben geworden.

d) Falsche Diskontpolitik und Schwerfälligkeit in der Geschäftsführung.

Es ist schon wiederholt auf den der Marktlage nicht angemessenen Diskontsatz der Reichsbank hingewiesen. Dieser ist im großen und ganzen auf falsche diskontpolitische Ueberlegungen der Reichsbank sowie auf eine gewisse Schwerfälligkeit in ihrer Geschäftsführung zurückzuführen. Das Wesentliche bei der Festsetzung eines Zinssatzes ist doch immer die Frage, einen wie hohen Zins der Kreditnehmer unter Berücksichtigung des ihm aus dem mit Hilfe des Kredits getätigten Geschäfte erwachsenen Nutzens aufbringen kann. Außerdem kam während der Inflationszeit noch der Geldentwertungsgewinn zwischen dem Tag der Aufnahme des Kredits und dem der Rückzahlung hinzu. Da namentlich in letzterer Hinsicht die Gewinnquote bei Papiermarkkrediten, von denen hier lediglich die Rede ist, sehr groß war, liegt es auf der Hand, daß die Geldmarktsätze, die sich zum Teil

danach richteten, exorbiante Höhen erklommen. Demgegenüber ließ die Reichsbank diesen Gesichtspunkt völlig außer acht und versuchte vergeblich, mit unzureichenden Diskonterhöhungen diskont- und währungspolitische Maßnahmen zu ergreifen. Sie hatte die ihr aus der veränderten Struktur des Wirtschaftslebens erwachsenden Aufgaben nicht genügend erkannt und ließ sich bei sämtlichen diskontpolitischen Maßnahmen viel zu sehr von dem Gesichtspunkt leiten, die Kredite an das Reich möglichst wenig durch Diskonterhöhungen zu verteuern. Dadurch blieb sie immer weiter mit ihrem Satz hinter den durch solche Rücksichtnahme nicht gebundenen und rapide steigenden Geldmarktsätzen zurück. Es war nur die Folge der natürlichen Entwicklung, wenn sie da mitansehen mußte, wie sie Schritt für Schritt von ihrer beherrschenden Stellung auf dem Geldmarkt zurückgedrängt wurde. Außerdem machte sich in dieser Zeit der täglich steigenden Geldentwertung auch die Gebundenheit der Reichsbank bemerkbar. Einerseits mußte sie es vermeiden, durch zu häufige Diskontheraufsetzungen das ohnehin geschwächte Wirtschaftsleben noch mehr zu beunruhigen, andrerseits trat der Banksatz nur nach Festsetzung durch das Reichsbankdirektorium und ordnungsgemäßer Bekanntgabe im Reichsanzeiger in Kraft. Man kann also der Reichsbank eine gewisse Gebundenheit und Schwerfälligkeit der Geschäftsführung nicht absprechen, die sie daran hinderte, ihre Rate konform mit den Banken der Geldmarkt- und Währungslage entsprechend nach Bedarf heraufzusetzen. Dieser Faktor konnte sich natür-

lich erst in dieser Periode, wo die Geldmarktsätze sich selbständig entwickelten, in der Spannungskurve bemerkbar machen, während er vorher, als die Geldsätze sich aus bereits genannten Gründen noch nach dem Banksatz richteten, nicht zur Geltung kommen konnte. Es sei also noch einmal hervorgehoben, daß die Reichsbank durch ihre Diskontfestsetzung zwar keinen Einfluß auf die Höhe der Geldsätze, wohl aber einen tiefgreifenden Einfluß auf die Spannung zwischen Bank- und Geldmarktsätzen ausübte.

3. Der Geldmarkt unter dem Zeichen der Kreditnot und der Geldentwertung.

a) Kreditnachfrage und Kapitalmangel.

Die eben erwähnten Krediteinschränkungen der Reichsbank mußten sich in erster Linie auf dem Geldmarkt durch erhöhte Nachfrage bemerkbar machen. Denn alle von der Reichsbank unbefriedigt gelassenen Kreditansprüche wandten sich nunmehr, soweit sie nicht durch valorisierte Kredite in irgend einer Form Befriedigung fanden, dem Geldmarkt zu, der dadurch in eine äußerst schwierige Lage geriet. Durch die Ruhrbesetzung und den damit verbundenen passiven Widerstand wurde für die schon vorher schwer notleidende Industrie die Lage weiter verschärft, und zwar sowohl für die Unternehmungen des besetzten als auch des unbesetzten Gebiets. Durch die wirtschaftliche Abschnürung des Ruhrgebiets vom Mutterlande brach eine schwere Absatzkrise aus, die die Betriebe zwang, monatelang auf Lager zu arbeiten. Um diese Krise durchhalten zu können, waren

bei den ohnehin schon beträchtlich zusammengeschmolzenen Betriebskapitalien große Summen nötig, die von den privaten Kreditinstituten nur sehr zögernd und unzureichend zur Verfügung gestellt wurden. Beschafft aber mußten die nötigen Betriebskapitalien werden, sollte nicht die ganze Produktionsmaschinerie zum Stillstand kommen, und da blieb nur die Inanspruchnahme des Geldmarkts übrig. Alles in allem lasteten schon die Ansprüche des besetzten Gebietes schwer auf dem Geldmarkt. Doch die Ruhrbesetzung und der dadurch hervorgerufene passive Widerstand war nicht die einzige Quelle der herrschenden Kreditnot. Auch die Wirtschaft des unbesetzten Gebiets trat mit großen Kreditansprüchen auf den Plan. Die Währungszerrüttung hatte überall die Betriebskapitalien geschwächt, so daß sie in gar keinem Verhältnis zum Kapitalbedarf standen. Infolgedessen mußte auch hier ein großer Teil der zur Fortführung des Produktionsapparates nötigen Geldmittel auf dem Markte kurzfristig aufgenommen werden. An dieser Tatsache änderten auch die Versuche vieler Unternehmungen, sich auf dem Kapitalmarkt durch Erhöhung ihres Eigenkapitals [1]) Geld zu beschaffen, nicht viel. Denn erstens wurden diese Gelder meistens nicht zur Fortführung des Betriebes verwandt, sondern zu Investierungen, so daß die Aufnahme der Betriebskapitalien doch auf dem Geldmarkte erfolgte, und zweitens wurden auch die Gelder für Kapitalerhöhungen vom Geldmarkt

[1]) Im Jahre 1923 wurden von 2931 Aktien-Gesellschaften Kapitalerhöhungen beantragt gegen 2292 im Jahre 1922 (lt. Wirtschaftskurve, I. Jahrg., 1924, S. 73).

aufgebracht, da ein selbständiger Kapitalmarkt gar nicht mehr bestand, sondern derselbe schon längst mit dem Geldmarkt verschmolzen war. Eine Erleichterung des Geldmarkts wurde also auch auf diese Weise nicht erreicht. Mit dem Fortschritt der Geldentwertung wurde auch die deutsche Wirtschaft immer mehr von Geldkapital entblößt, wodurch der schon vorher dringliche Kreditbedarf noch weiter verschärft wurde. Die natürliche Folge einer derartigen Inanspruchnahme des Geldmarkts war eine ununterbrochene Steigerung der Zinssätze, die noch verschärft wurde durch die Erhebung einer versteckten Risikoprämie für den Geldwertschwund während der Dauer des Kredits im Zinssatz. Hinzu kommt noch, daß sich nicht nur der Kreditbedarf gewaltig vermehrt hatte, sondern daß auf der andern Seite die Kapitalkräfte des Geldmarkts eine Schmälerung erfahren hatten, die weit über das Maß dessen hinausging, was durch die Verringerung des Volksvermögens seit 1914 bedingt war [1]). Durch die Geldentwertung war nämlich der Spartrieb in der Bevölkerung einer ungesunden Sucht nach Anlage der flüssigen Gelder in Sachwerten gewichen. Uebermäßige Beträge flossen der Anlage in Waren zu, soweit sie nicht im Luxuskonsum aufgegangen waren. Es war hierdurch allerdings eine Belebung der Produktion zu verzeichnen. Aber was will das gegenüber der Tatsache besagen, daß mit dem Aufhören der Spartätigkeit naturgemäß auch die Kapitalneubildung unterbunden wurde, die unbedingt zur Ge-

[1]) Nach H. v. Beckerath, „Kreditmarkt und Industrie“ im Wirtschaftsdienst, Nr. 14 vom 3. 4. 1925.

währung der zur Fortführung der Produktion nötigen Betriebskredite erforderlich war. Daneben traten auch die Länder und Kommunen, die früher dem Geldmarkt selbst flüssige Gelder zur Verfügung stellen konnten, mit bedeutenden Ansprüchen an den Markt heran.

Wurden so einerseits die hohen Zinssätze durch den Kapitalmangel in der deutschen Wirtschaft, wie er sich auf dem Geldmarkt auswirkte, motiviert, kam andrerseits zeitweise noch ein Mangel an Zahlungsmitteln hinzu, der dann die Lage noch weiter verschärfte. Dieser wurde durch die sich überstürzende Geldentwertung hervorgerufen. Die durch die Inflation jeweils in den Verkehr gebrachte Geldmenge wirkte sich entweder durch den Eintausch in Devisen in einer Erhöhung der Devisenkurse aus, der zur Wiederherstellung der Kaufkraftparität eine Steigerung des Preisniveaus folgte, oder sie steigerte das Preisniveau direkt durch erhöhte Nachfrage. Hierdurch wurden laufend große Mengen von über geringe Beträge lautenden Zahlungsmitteln für Zahlungszwecke unbrauchbar, so daß die Reichsdruckerei auch bei höchster Ausnutzung ihrer Leistungsfähigkeit nicht im Stande war, dem Verkehr die erforderliche Menge Zahlungsmittel zur Verfügung zu stellen. Da konnten auch die Notgeldemissionen, die von öffentlicher und privater Seite in großem Stile vorgenommen wurden, nicht genügend Abhilfe schaffen. Wie stark der Geldumlauf relativ zurückgegangen war, zeigen folgende Zahlen:

Geldumlauf

ohne Berücksichtigung des schwer schätzbaren Notgeldumlaufs [1]), umger. auf Goldmark über Dollarkurs

(in Millionen Goldmark)

	Jahresende	Jahresdurchschnitt aus den Monatsendtagen	
1913	6 631.9	6 070.—	
1922	716.5	1 645.5	
1923	2 273.6	761.1	
im einzelnen [2]) am	31. 10. 23	15. 11.	30. 11.
	300.3	458.7	1 584.7
in Prozenten des Umlaufs von 1913	4.95	7.56	26.11

Auch bei Berücksichtigung der Tatsache, daß die Umlaufsgeschwindigkeit der Zahlungsmittel sich beträchtlich vergrößert hatte, und daß der Umlaufsbereich durch die Gebietsabtretungen gegenüber der Vorkriegszeit um ca. 10% kleiner geworden ist, ist eine Verminderung des Geldumlaufs auf $^1/_{20}$ (31. 10.) des Vorkriegsumlaufs als völlig untragbar anzusehen und mußte katastrophale Folgen auslösen.

Wir haben aus Vorstehendem entnommen, daß die Geldkrisis in dieser Periode sowohl auf einen Mangel an Bankgeld als auch an Noten zurückzuführen ist. Wie bereits früher ausgeführt ist, ist Mangel an Bankgeld in einer Volkswirtschaft, der noch gar nicht von Bargeldnot begleitet zu sein braucht, immer ein Grund für hohe

[1]) Lt. Wirtschaft und Statistik, Jahrg. 5, Nr. 2.
[2]) Lt. Wirtschaft und Statistik, 1924, Nr. 1.

Zinssätze. Diese Tatsache finden wir durch die Entwicklung der Geldsätze in dieser Periode vollauf bestätigt. Nun ist allerdings hiermit noch nicht bewiesen, wie die Zinssätze eine so wahnwitzige Höhe einnehmen konnten. Diese Frage beantwortet sich von selbst, wenn man die übrige Preisentwicklung betrachtet. Die Preise sämtlicher Güter und Dienste wetteiferten miteinander, trotz der Geldentwertung eine gewisse Relation mit den Goldmarkpreisen der Vorkriegszeit zu behalten. Da die Zinssätze auch als Preise anzusehen sind und ihre Bewegungen aus den allgemeinen Preisbildungsgesetzen herleiten, ist es nicht verwunderlich, daß auch sie danach trachteten, den Konnex mit den Goldmarkzinsen nicht ganz zu verlieren. Betrachten wir nun die Geldsätze unter diesem Gesichtspunkt, so ist sofort festzustellen, daß ihre Aufwärtsbewegung nicht entfernt mit der übrigen Preisbewegung Schritt gehalten hat, denn in der Praxis reichte im allgemeinen die in den Geldsätzen enthaltene Risikoprämie meistens nicht einmal aus, das Valutarisiko zu decken, so daß für einen wirklichen Zins in den Geldsätzen kein Platz mehr war.

b) Teilweise Umstellung des Kreditverkehrs auf wertbeständige Basis.

Bereits in der vorigen Periode begann sich eine Aenderung im Kreditverkehr geltend zu machen, die bald den Geldverkehr fast vollständig beherrschte, der Uebergang von der Papiermarkgrundlage zu einer wertbeständigen Basis. Genau so, wie die privaten Wirtschaftskreise sich veranlaßt gesehen hatten, Verträge aller Art

in wachsendem Umfang nicht mehr in Mark, sondern auf der Grundlage irgendwelcher anderer Wertbestimmungen (marktgängige Waren, Devisen, Edelmetalle, Indexziffern usw.) abzuschließen, stellte sich auch ein großer Teil des reinen Geldverkehrs auf diese neuen Bewertungsgrundlagen um. In Fluß kam diese Entwicklung hauptsächlich durch die Auflegung der „Dollarschatzanweisungen des deutschen Reiches" und der „Wertbeständigen Anleihe des deutschen Reiches", denen sich viele wertbeständigen Anleihen der Länder, öffentlicher Körperschaften und industrieller Unternehmungen anschlossen bezw. ihnen schon voraufgingen [1]). Sie schufen die Grundlage für die Umstellung des Geld- und Kreditverkehrs auf wertbeständige Basis. Diese Anleihen, deren Emission bald nicht mehr als außergewöhnliches Geldbeschaffungsmittel angesehen wurde, sondern beispielsweise zum regulären Geschäft der Hypothekenbanken gehörte, erweckten durch die wertbeständige Verzinsung und durch die Möglichkeit der jederzeitigen Realisierbarkeit ohne Geldwertverlust große Nachfrage und entzogen dadurch dem Geldmarkt bedeutende Mittel. Weiter gefördert wurde die Kreditgewährung auf wertbeständiger Grundlage durch die später einsetzende Tendenz, anstatt Anleihen wertbeständige Zahlungsmittel in Form von Notgeld zur Geldbeschaffung zu emittieren, und durch die Verwendung kleiner Anleihestücke an Zahlungsmittelstatt.

[1]) Ende Oktober 1923 wurden außer den Reichsanleihen 22 wertbeständige Anleihen an der Berliner Börse notiert, dazu kommen noch die Anleihen, die noch nicht zur offiziellen Börsennotiz zugelassen waren und frei gehandelt wurden.

Durch die Valorisierung wurde die Versteifung des Geldmarktes für Papiermarkkredite naturgemäß noch verschärft, denn bei der herrschenden Sachlage wuchs die Abneigung der Geldgeber gegen die Erteilung nichtvalorisierter Kredite von Tag zu Tag, zumal auch die Verzinsung im Vergleich mit dem Zinsniveau vor dem Kriege eine relativ hohe war. Der Lombardsatz der Reichsbank bei wertbeständigen Lombarddarlehn betrug 10%, während im privaten Kreditverkehr noch höhere Sätze in Geltung waren. So bedangen beispielsweise an der Bremer Baumwollbörse gewährte Valutakredite 15%. Es ist dies ein neuer Beweis für die große Kapital- und Kreditnot, wenn sogar der reine Zins, also ohne Geldentwertungszuschlag, solche Höhen erreichte. Wenn selbst wertbeständige Kredite nur zu so schweren Konditionen erhältlich waren, nimmt es nicht wunder, wenn die Geldmarktsätze für Papiermarkkredite im Vergleich zum Banksatz riesige Höhen erklommen und jeden Zusammenhang mit einem Diskontsatz, der der Geldmarktlage in keiner Weise Rechnung trug, verloren. Das Hauptgewicht ist also darauf zu legen, daß die ohnehin schon schwierige Lage des Geldmarktes für Papiermarkkredite dadurch, daß dem Markte große Mittel entzogen wurden, weiter erschwert wurde, und auf die Tatsache, daß die hohen Sätze für Valutakredite den Geldgebern immer wieder die Augen öffneten, daß für Papiermarkkredite außer der hohen realen Verzinsung, wie sie aus der Höhe des natürlichen Kapitalzinses entsprang, hohe Geldentwertungszuschläge berechtigt waren.

4. Durch die Geldentwertung beherrschte Kreditbankpolitik.

Als grundlegend für die Politik der Kreditbanken in dieser Periode kann man feststellen, daß sie nur noch von dem Grundsatze beherrscht wurde, ihre Substanz zu wahren und das Entwertungsrisiko, das naturgemäß bei den Banken als Geldhändlern und Kreditvermittlern viel mehr in die Erscheinung trat als bei anderen privatwirtschaftlichen Produktions- und Handelsunternehmungen, auf andere, entweder also auf die Reichsbank oder auf ihre Kunden abzuwälzen. Hierzu diente ihnen Anfang des Jahres, als sie noch Wert darauf legten, daß keine zu große Spannung zwischen Bank- und Marktsatz entstand, die Erhebung der Akzeptprovision, die mit $2^1/_4$% für gedeckte und 3% für ungedeckte Kredite pro Monat [1]) den Marktsatz bereits erheblich übertraf. Als im Laufe des Jahres die Geldentwertung immer schnellere Fortschritte machte, verzichtete man auch auf die Aufstellung von Mindestkonditionen und überließ die Provisionserhebung vollständig dem eigenen Ermessen der Banken, zumal das Akzeptkreditgeschäft hauptsächlich infolge der mangelnden Rediskontmöglichkeit bei der Reichsbank kaum noch nennenswert war. Es läßt sich nur feststellen, daß Mitte des Jahres ein Umschwung in der Politik der Banken insofern eintrat, als sie Entwertungsrisiko und die gesteigerten Unkosten nicht mehr in erster Linie durch die Provisionen aufbringen wollten, sondern nunmehr das Hauptgewicht ohne Rücksicht auf

[1]) Konditionen des Zentralverbandes des deutschen Bank- und Bankiergewerbes.

den Banksatz auf den Zinssatz legten. Zahlenmäßig läßt sich dies nicht belegen, da Diskontnotizen zu dieser Zeit nicht mehr veröffentlicht wurden. Unter diesem Gesichtspunkt muß man die hohen Zinsforderungen der Banken betrachten, die umso mehr berechtigt waren, als die Banken jetzt mehr denn je auf sich allein, das heißt auf ihr Eigenkapital angewiesen waren, denn zwei Quellen, an denen sie sonst einen starken Rückhalt für ihre Kreditgewährung gehabt hatten, und die ihnen einen großen Teil des Valutarisikos abgenommen hatten, waren fast gänzlich versiegt. Gemeint sind die fremden Gelder und die Rediskontbereitschaft der Reichsbank. Erstere wanderten mehr und mehr von den Banken ab und suchten Anlage in wertbeständigen Anleihen, Devisen und Effekten, während die geringen ihnen noch zufließenden Gelder in steigendem Maße den Charakter von Durchgangsposten hatten, die eine über wenige Tage hinausgehende Benutzung nicht zuließen. Die Reichsbank ließ andrerseits, wie bereits erwähnt, in Verfolg ihrer Politik große Vorsicht bei der Rediskontierung von Wechseln walten. Die sich hieraus für die Banken ergebenden Liquiditätssorgen spielten schon im Jahre 1922 eine große Rolle in der Bankpolitik und sind bei der Darlegung dieser [1]) eingehend erörtert, so daß wir uns an dieser Stelle mit dem Hinweis begnügen können. Die Folge hiervon war eine bedeutende zeitliche Verkürzung der Kreditgewährung, sowie eine merkliche Zurückhaltung seitens der privaten Kreditgeber, wodurch ein weiteres Steigen der Geldsätze bedingt wurde. Diese

[1]) Vgl. Abschn. III, 4, S. 80.

beiden Gesichtspunkte, Liquiditätssorgen und Zurückhaltung in der Kreditgewährung mußten sich vor allem auf dem Akzeptenmarkt in einer weiteren Materialverminderung bemerkbar machen. In der Tat ist bei sämtlichen Großbanken, soweit sie überhaupt noch unter Akzept getreten sind, ein relativer Rückgang der Akzeptverpflichtungen zu verzeichnen.

Akzeptkonto der Großbanken[1])

(in Billionen Mark)

	Ende 1923
Deutsche Bank	550 007.—
Dresdner Bank	131 205.—
Commerz- und Privatbank	479 004.—
Direction der Disconto-Gesellschaft	250 388.—
Berliner Handelsgesellschaft	—.—
Darmstädter und Nationalbank	255 002.—
A. Schaaffhausenscher Bankverein	—.—
Summe	1 665 606.—
Goldmarkwert umgerechnet über Dollarkurs in Millionen Mark	1.7

Gegenüber dem Stand von 3.4 Millionen Goldmark Ende 1922 ist also ein weiterer Rückgang auf die Hälfte zu verzeichnen. Da diese Ziffer bereits Rentenmarkakzepte enthält, ist anzunehmen, daß der Akzeptumlauf in den letzten Monaten der Inflationszeit noch wesentlich geringer gewesen ist. Da 1923 keine Zweimonatsbilanzen veröffentlicht wurden, lassen sich hierüber keine genaueren Feststellungen machen. Daß bei derartig ge-

[1]) Lt. Jahresbilanzen. Fortsetzung der Tabellen auf S. 78.

ringen Umsätzen, die noch dazu zu einem großen Teil aus Finanzwechseln bestanden, von einem Markt keine Rede mehr sein kann, und daß andrerseits die zu Beginn des Jahres nachweisbaren Diskontsätze keinerlei Vergleichswert mehr haben, da sie sich nicht mehr marktmäßig, d. h. auf Grund von Angebot und Nachfrage, bildeten, sondern auf Grund geschäftlicher Beziehungen im direkten Geschäftsverkehr zwischen Bank und Kunden, ist klar. Unsere Ausführungen beziehen sich deswegen in erster Linie auf die Sätze für „Tägl. Geld".

In dieser Zeit bildete sich bei den Geldgebern insofern ein eigenartiges Geschäftsprinzip heraus, als die Zinsberechnung auf dem Geldmarkt nicht mehr generell allein der Geldmarktlage und dem Risikodeckungsbedürfnis der Banken entsprechend erfolgte, sondern immer individuellere Formen annahm. Dies zeigt sich vor allem darin, daß als Grundlage für die Zinsberechnung der Verwendungszweck des Erlöses und der aus dem Geschäft zu erwartende Nutzen angenommen wurde. Da der Gewinn besonders bei Spekulationsgeschäften oft sehr hoch veranschlagt wurde, resultierten hieraus z. T. hohe Zinsforderungen der Geldgeber, die unter diesen Umständen auch für den Geldnehmer tragbar waren. Es läßt sich dies Verfahren der Banken durchaus rechtfertigen, denn ein Blick auf die Goldmarkeröffnungsbilanzen der Kreditbanken zeigt, daß diese in der Inflationszeit einen großen Teil ihrer Kredite auf Kosten ihrer Substanz gewährt haben, und da kann man es durchaus verständlich finden, wenn sie besonders bei

Krediten, die nur Spekulationszwecken, also keiner volkswirtschaftlichen Notwendigkeit dienten, sich gegen eine Ausnutzung ihrer Geldvermittlungsfunktion wehrten und durch hohe Zinsforderungen einen Ausgleich für den ihnen erwachsenden Wertverlust zu schaffen suchten. Diese Erwägungen traten jedoch erst in der zweiten Hälfte des Jahres in die Erscheinung. Folgendes Beispiel möge zeigen, daß gegen Ende des Jahres auch die enorm gesteigerten Geldsätze noch nicht ganz ausreichten, um den Geldwertschwund zu decken, geschweige denn den Kredit wirklich zu verzinsen. Vom 3. November bis 14. November stieg der Dollarkurs von 420 000 000 000 auf 1 260 000 000 000, der Kurs verdreifachte sich also. In derselben Zeitspanne läßt sich ein Durchschnittssatz für „Tägl. Geld" von 14.80% pro Tag berechnen [1]), das ergibt für 12 Tage 177.60%. Ein Geldgeber würde also im Verlauf dieser Zeit für eine bestimmte Summe das $2^3/_1$ fache wiederbekommen haben, so daß der Geldwertschwund fast durch die Verzinsung gedeckt wurde. Er bekam auf diese Weise tatsächlich überhaupt keinen Zinsertrag für die ausgeliehenen Gelder. Ferner muß man berücksichtigen, daß in den letzten Wochen der Inflationszeit infolge der hohen Geldsätze das Verhältnis zwischen Geldentwertung und Verzinsung ein günstiges war, während vorher die berechneten Zinsen nicht entfernt den Wertverlust der Kredite zu decken vermochten. Auch vom Standpunkt der Kreditbanken aus ist dagegen jene Politik, wie sie sie zu Anfang des Jahres trieben,

[1]) Nach Notizen im Bankarchiv, Nr. 9, Jahrg. 1924, S. 100/1.

nicht zu billigen. Wenn nämlich die Reichsbank ihren Diskontsatz erhöhte, steigerten die privaten Geldgeber ihre Sätze sofort in derselben Höhe, während sie bei den von ihnen gewährten Zinsen für fremde Gelder nur eine Erhöhung in derselben Relation, aber nicht in derselben absoluten Höhe, wie der Banksatz stieg, vornahmen. Sie bewirkten dadurch eine verhältnismäßig große Steigegerung der Geldsätze, während ihre Verzinsung der fremden Gelder immer mehr unter der durch den Reichsbankdiskont gerechtfertigten Höhe blieb. Die Banken gruben sich dadurch selbst das Wasser ab zu dem Reservoir, aus dem sie ihre Kreditgewährungsmöglichkeit bei strenger Rücksichtnahme auf ihre Liquidität schöpfen mußten, zu den fremden Geldern. Durch diese rigorose Zinspolitik wurde die schon erwähnte Abwanderung der fremden Gelder von den Banken erheblich begünstigt.

5. Konnte die kreditbedürftige Wirtschaft die hohen Zinssätze tragen?

Aus obigen Ausführungen geht klar hervor, daß von dem Wirken des „freien Spiels der Kräfte", das nach Heiligenstadt[1]) Hauptbestimmungsgrund für die Höhe der Zinssätze auf dem offenen Geldmarkt ist, auf dem Markt keine Rede mehr sein konnte, vielmehr bestimmten die Geldgeber von sich aus die Zinssätze, ohne daß die Geldnehmer den geringsten Einfluß auf die Höhe der Sätze hatten. Eine derartige Spannung zwischen Banksatz und den Sätzen des Geldmarkts, wie wir sie

[1]) „Der deutsche Geldmarkt" in Schmollers Jahrbuch, 31. Jahrgang, 1907, S. 72.

im Jahre 1923 erlebten, konnte naturgemäß bei der Niedrigkeit des Banksatzes nur unter zwei Voraussetzungen entstehen; einerseits mußte ein gewaltiges Kreditbedürfnis, das durch die Reichsbank nicht befriedigt werden konnte, bestehen, andrerseits mußten die Kreditbedürftigen in der Lage sein, die geforderten Zinssätze zu bezahlen. Daß die erste Voraussetzung bestand, ist bereits klargestellt. Folgende Ausführungen werden beweisen, daß auch die zweite nicht fehlte.

Der Geldnehmer konnte den geforderten Zins nur bezahlen, wenn der Nutzen aus dem mit Hilfe des Kredits getätigten Geschäft die Zinsunkosten außer den sonstigen Geschäftsunkosten zu tragen vermochte. Dies war zweifelsohne der Fall bei sämtlichen Spekulationsgeschäften, die zu einem großen Teil unter Inanspruchnahme von Kredit getätigt wurden, worauf ja schon der Name „Börsengeld" für die verschiedenen Kategorien von Lombarddarlehen am Geldmarkt hinweist. Denn fast alle der Börsenspekulation zugrunde liegenden Werte (Devisen, Sorten, Effekten usw.) erhöhten ihren jeweiligen Wert ziemlich parallel mit dem Sinken des Papiermarkwertes, behielten also im allgemeinen ihren tatsächlichen Wert, ja erbrachten bei geschickter Ausnutzung von günstigen Situationen nicht selten dem Spekulanten noch einen wirklichen Gewinn, während die Zinsen für den in Anspruch genommenen Kredit in den meisten Fällen nicht entfernt den Geldwertschwund deckten. Letzteres war erst in den letzten Wochen der Inflationszeit der Fall. Erlitt dagegen ein Spekulant dadurch, daß sein Spekulationsobjekt der Geldentwer-

tung nicht schnell genug folgte, infolge der hohen Zinslast einen Verlust, so ist es doch falsch, die Schuld auf die hohen Zinssätze zu schieben, denn das Kriterium der Börsenspekulation ist doch gerade eine gewisse Unsicherheit, die ebensogut zu Gewinn wie zu Verlust führen kann. Für den Geldnehmer zu Spekulationszwecken waren also die Geldsätze durchaus tragbar, was ja durch das rapide Anwachsen des Börsenverkehrs zur Genüge dokumentiert wird [1]). Aber auch die übrigen Geldnehmer, die den Kredit als Betriebsgeld in irgendeiner Form gebrauchten, waren im allgemeinen wohl in der Lage, die geforderten Zinssätze zu bezahlen, da die Früchte ihrer Produktion oder im Handel die mit Hilfe des Kredits beschafften Waren im großen und ganzen den Geldwertschwund bis zur Zeit des Absatzes durch Preissteigerungen in derselben Höhe deckten. Auch hier konnte es natürlich vorkommen, daß ein Geldnehmer mit Verlust arbeitete, also seine Zinsaufwendungen nicht durch den Ertrag aus dem Geschäft decken konnte. Aber das ist ein Risiko, welches jeder Unternehmer auf sich nehmen mußte. Jedenfalls hatten die Geldnehmer in den beiden geschilderten Fällen trotz des Geldwertschwunds die Möglichkeit, wirkliche Gewinne zu erzielen, während sie für die in Anspruch genommenen Kredite nur Geldentwertungsprämien, selten aber einen wirklichen Zins zu zahlen hatten. Daß die hohen Geldsätze für die Wirtschaft tragbar waren, geht auch

[1]) Im Jahre 1923 wurde in Berlin nur an drei Tagen in der Woche Vollbörse abgehalten, weil die Banken sonst das Geschäft nicht bewältigen konnten.

aus der Entwicklung der Konkursziffer hervor. Die Zahl der Konkurse [1]), die im Jahre 1914 7793 betragen hatte, war im Jahre 1922 auf 996 gesunken und erreichte im Jahre 1923 ihren niedrigsten Stand mit 253. Dies dürfte ein schlagender Beweis für die Unschädlichkeit der so oft kritisierten Zinssätze sein.

6. Zusammenfassung der Spannungsfaktoren.

Das Prägnante an der Entwicklung der Spannungskurve in dieser Periode ist die verhältnismäßig starke Ausschaltung von zwei Faktoren, die früher neben anderen Momenten berufen waren, ihren Einfluß auf die Spannung geltend zu machen, die Lage des Geldmarktes und die Mitwirkung der Geldnehmer. Letztere waren ganz ausgeschaltet, während die Kreditkrise, die sich auf dem Geldmarkt in einer starken Versteifung auswirkte, zum größten Teil auf die Initiative der Geldgeber zurückzuführen ist. Diese, sowie die Reichsbank waren letzten Endes allein für die sich herausbildende große Spannung zwischen Banksatz und Geldmarktsätzen verantwortlich, und zwar hatte im Gegensatz zu den vorhergehenden Perioden die Reichsbank jeglichen regulierenden Einfluß auf die Geldmarktsätze, sei es direkt oder indirekt, verloren. Die Spannung wurde auf der Seite des Reichsbankdiskonts durch den im Hinblick auf die Währungs- und Geldmarktlage viel zu niedrigen Banksatz bestimmt, der dem kleinen Kreis der an die Kreditquelle der Reichsbank Anschluß habenden Unternehmer

[1]) Nach Angaben der Frankfurter Zeitung (lt. Wirtschaftskurve, 1924, III, S. 212).

Extragewinne in den Schoß warf und im übrigen nur dazu diente, die dem Reich durch Diskontierung von Schatzwechseln eingeräumten Kredite nicht zu verteuern. Auf der andern Seite wurde die Höhe der Geldmarktsätze einseitig von den Geldgebern festgesetzt in dem Bestreben, den Geldwertschwund während der Laufzeit der Kredite nach Möglichkeit durch die Zinsberechnung zu kompensieren. Der durch diese Momente bedingten Spannung gegenüber traten alle übrigen erwähnten Faktoren mehr oder weniger in den Hintergrund. Für die Spannung zwischen Bank- und Marktsatz, soweit sich letzterer für die ersten Monate des Jahres noch feststellen läßt, galten begünstigt durch den Währungsstabilisationsversuch der Reichsbank, der bis in den April hinein die Wirtschaft in ruhigeren Bahnen dahinfließen ließ, dieselben Faktoren, wie sie im vorhergehenden Abschnitt für das Jahr 1922 gekennzeichnet sind.

IV. Abschnitt.

Die Bestimmungsgründe in der Periode der sich wieder verringernden Spannung ab 1. 12. 1923.

1. Verlauf der Spannungskurve.

Mit dem 1. Dezember 1923 treten wir in ein neues Stadium in der Entwicklung des Geldmarkts der Nachkriegszeit, und zwar schlugen die Zinssätze des offenen Geldmarkts jetzt die entgegengesetzte Richtung wie in der vorhergehenden Periode ein: sie näherten sich unter ständiger Senkung dem Reichsbankdiskont wieder, ja

in den ersten Monaten des Jahres 1925 erreichten sie sogar schon wieder einen niedrigeren Stand als dieser. Auf dem Geldmarkt machte sich ebenso wie auf allen übrigen Wirtschaftsgebieten nach dem atemlosen Wettlauf mit dem Geldwertschwund in der Inflationszeit eine gewisse Beruhigung geltend, die zwar noch ab und zu von kleinen Krisen, Gesundungskrisen, unterbrochen wurde, aber trotzdem stetig zur Wiederherstellung des normalen Verhältnisses der einzelnen Zinssätze zueinander führte, während die relative Höhe des Zinsniveaus die Vorkriegshöhe noch weit überschreitet. Als einen gewissen Abschluß dieser Entwicklung, die natürlich damit noch nicht restlos beendet ist, kann man die offizielle Notiz des Privatdiskontsatzes mit 8% bei einem Diskontsatze von 9% ansehen, die erstmalig seit Kriegsausbruch wieder am 3. 4. 1925 erfolgte, und zwar durch dieselbe Firma, F. Meißner & Co., die die Notiz auch vor dem Kriege vornahm. Bestätigt finden wir diese Behauptung in dem Durchschnitt der Spannung zwischen Bank- und Privatsatz, wie er sich ab Dezember 1924 errechnen läßt. Sie beträgt nämlich 1.04%, entspricht also der normalen Friedensspannung von 1.001%. Für das Jahr 1924 den Durchschnitt zu errechnen, ist müßig, da die Schwankungen von Monat zu Monat derartig groß waren, daß der Durchschnittssatz ein vollkommen schiefes Bild der Lage ergeben würde. Da ergibt die Spannung in den einzelnen Monaten, wie sie aus folgender Tabelle[1]) hervorgeht, eine bessere Uebersicht.

[1]) Die den Berechnungen zugrunde gelegten Angaben sind der Zeitschrift „Wirtschaft und Statistik" entnommen,

	Diskont		Privatdiskont		Tägl. Geld	Spannung
1923						
Dez.	10		—.—		360.—	— 350.—
1924						
Jan.	10		—.—		87.64	— 77.64
Febr.	10		—.—		34.94	— 24.94
März	10		—.—		33.09	— 23.09
April	10		—.—		45.49	— 35.49
Mai	10		—.—		27.82	— 17.82
Juni	10		—.—		22.60	— 12.60
Juli	10		—.—		16.83	— 6.83
Aug.	10		—.—		17.13	— 7.13
Sept.	10		—.—		14.97	— 4.97
Okt.	10		—.—		14.09	— 4.09
Nov.	10		—.—		13.03	— 3.03
Dez.	10		9.20		11.11	+ 0.80
1925						
Jan.	10		8.31		—.—	1.69
Febr.	9.87		8.01		—.—	1.86
März	9		8.—		—.—	1.—
		lange Sicht	Mittel-sicht	Durch-schnitt		
April	9	8.—	8.01	8.005	—.—	0.995
Mai	9	7.93	8.01	7.97	—.—	1.03
Juni	9	7.69	7.83	7.76	—.—	1.24
Juli	9	7.9	7.9	7.9	—.—	1.1
Aug	9	7.63	7.77	7.7	—.—	1.3

	Durchschnitt		
	Diskont	Privatdiskont	Spannung
1924 (Dezember)	10	9.20	0.80
1925 (bis 31. 8.)	9.24	7.96	1.28
	9.62	8.58	1.04

mit Ausnahme des Satzes für „Tägl. Geld" Dez. 1923, der in genannter Zeitschrift nicht enthalten war und der „Volkswirtschaftlichen Chronik" entnommen wurde.

Zur Erläuterung sei noch bemerkt, daß die erste inoffizielle Notiz eines Privatsatzes an der Berliner Börse erst im Dezember 1924 erfolgte, so daß wir uns für die ersten Monate dieses Zeitabschnittes ebenso wie in der vorhergehenden Periode mit der Notiz für „Tägl. Geld" als Vergleichsmaßstab begnügen müssen. Obgleich der Satz für „Monatsgeld" an und für sich dem Wesen des Privatdiskonts besser entspricht als der Satz für „Tägl. Geld", der nur für ganz kurzfristige Ausleihungen gilt, haben wir doch letzteren gewählt, da Monatsgeld anfangs nur auf valorisierter Grundlage gewährt wurde, während in dem Satz für „Tägl. Geld" noch eine gewisse Risikoprämie als Ueberbleibsel aus der Inflationszeit steckte, dieser also ein viel besseres Bild von der tatsächlichen Marktlage ergibt. Die Angaben über die Höhe der Sätze schwanken allerdings in den einzelnen Quellen sehr, da eine einheitliche Notiz für diesen Satz nicht besteht. Wir haben die Angaben in der Zeitschrift „Wirtschaft und Statistik", als gewissermaßen amtlichen Charakter tragend, unseren Untersuchungen zugrunde gelegt. Zu bemerken ist noch, daß markttechnisch insofern eine Aenderung auf dem Privatdiskontenmarkt Platz gegriffen hat, als jetzt auch in Berlin nach dem Muster Englands im Gegensatz zu der früheren Berliner Usance mittlere Sichten und lange Sichten getrennt notiert werden. Erstere laufen 30—55 Tage, letztere 56 90 Tage. Bei der Geringfügigkeit des Geschäfts ist vorläufig noch kein Einfluß dieser Maßnahme festzustellen.

Betrachten wir nun das Verhältnis zwischen Banksatz

und Geldmarktsätzen, so können wir die umgekehrte Richtung der Spannungskurve wie in der vorhergehenden Periode feststellen. Seit ihrem Höchststand im November 1923 hat die Spannung in nur einmal wesentlich unterbrochenem Fall nicht nur den Nullpunkt erreicht, sondern sogar überschritten und oszilliert jetzt unter Angleichung an normale Verhältnisse auf dem Geldmarkt seit Beginn des Jahres 1925 um 1% herum [1]), wohlgemerkt positive Spannung im Gegensatz zu der bisherigen negativen Spannung, wo die Geldmarktsätze über dem Banksatz standen.

2. Reichsbankpolitik und Währungsschutz.

a) Maßnahmen zum Schutze der Währung.

Ein Hauptgrund für die hohen Geldsätze des Jahres 1924 liegt in der Politik der Reichsbank, die weniger mit Rücksicht auf die Lage der Wirtschaft als im Interesse des Währungsschutzes gehandhabt wurde. Diese Politik wurde im großen und ganzen auch von der Wirtschaft als nötig anerkannt: „Die in der Zeit der Inflation gemachten Erfahrungen rechtfertigten es durchaus, die Wirtschaftspolitik des Uebergangsjahres den Erfordernissen der Währung unterzuordnen“ [2]). Als Markstein dieser Entwicklung ist wohl die am 7. 4. 1924 einsetzende Kreditkontingentierung bei gleichbleibendem Dis-

[1]) Mit der Annahme der neuen Zoll- und Steuergesetzgebung dürfte hierin vielleicht eine Aenderung eintreten. Da die Arbeit jedoch mit Ende August 1925 abgeschlossen wurde, konnten die Wirkungen dieser Gesetze auf den Geldmarkt nicht mehr berücksichtigt werden.

[1]) Geschäftsbericht der Dir. d. Disconto-Ges. für 1924, Seite 9.

kontsatz anzusehen, die darin bestand, daß der Anlagebestand an diskontierten Wechseln am 7. 4. lange Zeit als Höchstgrenze für die Kreditgewährung der Reichsbank diente. Die Reichsbank hatte nämlich, um auch ihrerseits die Wirtschaft in ihrer Kapitalnot zu unterstützen, nach der Stabilisation die an sie herantretende Kreditnachfrage zum größten Teil befriedigt [1]), so daß unter dieser Kreditinflation die Währung zu leiden drohte. Die Reichsbank opferte also dem höheren Zweck des Währungsschutzes die Möglichkeit, durch die Bemessung ihrer Diskontrate die Zinssätze des Geldmarktes zu beeinflussen. Es unterliegt wohl keinem Zweifel, daß die Kreditrestriktion im Interesse des Währungsschutzes nötig war. Cassel [2]) unterstreicht diesen Grundsatz mit folgenden Worten: „Auch bei Goldwährung muß die Währung . . . . verteidigt werden . . . . Das Mittel hierfür besteht in einer zweckmäßigen Regulierung der Vorschußbedingungen der Banken. Eine Schaffung von Bankzahlungsmitteln als Ersatz für wirkliche Ersparnisse muß zu einer Inflation führen. Die Vorschußbedingungen müssen deswegen immer so streng sein, daß sie dem Leihgeldsuchenden die Lust nehmen, Ansprüche zu stellen, die in ihrer Gesamtheit die wirklichen Hilfsmittel des Leihgeldmarktes übersteigen . . .". Die Reichsbank hätte aber auch durch eine weniger starre Kontingentierung ihren Zweck, d. h. permanenten Währungsschutz, er-

[1]) Lt. Reichsbankausweisen waren die Wechselkredite in der Zeit vom 15. 11. 1923 bis 7. 4. 1924 von 39.5 auf 1867 Millionen Goldmark gestiegen.

[2]) Rede auf dem Verbandstag der deutschen Privatbankiers im Januar 1925.

reichen und dadurch zu einer schnelleren Angleichung der Geldsätze an den Diskont beitragen können. Sie brauchte nur an den kritischen Tagen, früher waren es gemeinhin nur die Quartalschlüsse, heute ist es infolge der veränderten Zahlungsweise fast jeder Monatsschluß, das vom Verkehr zur Abwicklung der Verpflichtungen benötigte zusätzliche Zählgeld zu kreieren, das ja erfahrungsgemäß nach Abwicklung der Ultimoverpflichtungen wieder in die Kassen der Bank zurückfließt, um den Banken die Möglichkeit zu geben, ihr Kontingent dauernd vollständig auszunutzen. Hierzu waren die Banken aber nicht in der Lage, da sie dauernd ihr Augenmerk darauf richten mußten, für die Umwandlung des von ihnen kreierten Bankgeldes in Zählgeld gerüstet zu sein. Damit war die Kreditgeldschöpfung der Banken zu sehr in Abhängigkeit von der Reichsbank gesetzt zum Schaden des schnellen Abbaus der Geldsätze. Es wurde also hierdurch die Schaffung zusätzlichen Bankgeldes nur zur Abwicklung der kritischen Termine, das für den Währungsschutz ohne Bedeutung ist, absichtlich von der Reichsbank aus übergroßer Vorsicht verhindert. Eine Heraufsetzung des Kontingents an den Ultimotagen hätte also mit einer liberaleren Kreditgewährung durch die Reichsbank nichts zu tun, sondern würde nur eine technische Hilfeleistung für den Zahlungsverkehr bedeuten. Insofern trägt die Reichsbank die Mitschuld an der Kreditnot der Wirtschaft.

Diese Kreditrestriktionspolitik erfüllte ihren Zweck, allerdings unter dem Opfer, daß die Abwärtsbewegung der Geldsätze, die schon bedeutende Fortschritte ge-

macht hatte, jäh gehemmt wurde. Hand in Hand hiermit ging die Forderung der Reichsbank, daß bei Anmeldungen von Devisenkäufen der Gegenwert voll eingezahlt werden mußte, um den sogenannten Konzertanmeldungen, wodurch der Geldmarkt erheblich belastet wurde, zu steuern. Diese Maßnahme wirkte sich sofort entlastend auf dem Devisenmarkt aus, so daß ab 7. 6. 1924 die auf dem Markte angeforderten Devisen voll zugeteilt werden konnten [1]), wodurch auch der Geldmarkt wesentlich erleichtert wurde. Aehnlich wirkte die Schließung der Darlehnskassen, die zur Verhinderung der Warenbeleihung erfolgte.

b) Maßnahmen zum Abbau des Zinsniveaus.

Daneben war sich die Reichsbank aber auch ihrer Verantwortung gegenüber der Wirtschaft bewußt, was sich darin zeigte, daß sie Mitte des Jahres, als die Währung gesichert schien, der Ermäßigung der Geldsätze zum Zwecke der Produktionsverbilligung größere Aufmerksamkeit zuwandte. Da sind zu nennen eine zunächst 10%ige Erweiterung des Kontingents im Diskontverkehr und die Zulassung von Sachwertanleihen im Lombardverkehr. Nachdem längere Zeit hindurch nur Warenwechsel bis zur Höchstlaufzeit von 8 Wochen angekauft waren, wurden jetzt wieder Dreimonatswechsel und zugleich auch im Interesse des Wiederaufbaus eines Privatdiskontenmarktes Bankakzepte zum Dis-

[1]) Rückgang der Anforderungen an den Devisenmarkt von 400 Millionen Goldmark im April Mai auf ca. 4 Millionen Goldmark täglich (lt. Wirtschaftsdienst Nr. 6 vom 6. 2. 1925).

kont zugelassen, diese allerdings vorläufig nur in streng begrenztem und gut kontrollierbarem Umfang. Diese Maßnahme konnte aber noch nicht den gewünschten Erfolg haben, da jedesmal das Obligo der akzeptierenden Bank belastet wurde. Die Banken hatten infolgedessen gegen die Akzepthingabe eine begreifliche Abneigung. Hierdurch wurde der Aufbau des Privatdiskontenmarktes wesentlich behindert, was umso bedauerlicher war, als die Leistungsfähigkeit dieses Marktes stark zur Verbilligung der Zinssätze beiträgt. Diesen Fehler in ihrer Politik sah die Reichsbank ein, und im Januar 1925 erklärte der Reichsbankpräsident Dr. Schacht in der Sitzung des Zentralausschusses, daß die Reichsbank bereit sein würde, Bankakzepte außerhalb des Kontingents hereinzunehmen. Hierdurch erfuhr die Akzeptbereitschaft der Großbanken eine Steigerung. Günstige Wirkungen zeitigte auch die Bereitwilligkeit der Reichsbank, Akzepte in Höhe von 50% des Eigenkapitals (bisher 10%) von den einzelnen Banken hereinzunehmen. Das macht schätzungsweise 450 –500 Millionen aus.

Die Bemühungen der Reichsbank, bei der Wiedereinrichtung eines Privatdiskontenmarktes mitzuwirken, soweit es sich mit ihrer Währungsschutzpolitik vereinbaren ließ, lagen in ihrem eigenen Interesse. Man darf nicht übersehen, was aus der Reichsbank geworden ist. Sie trägt seit der Stabilisation die Hauptlast der Diskontierung, aus einer Bank der Banken ist sie eine Bank des Handels, der Industrie und der Landwirtschaft geworden, da mangels anderer Diskontierungsmöglichkeiten

zahlreiche Wechsel den Weg zur Reichsbank nehmen müssen (glücklicherweise in abnehmendem Maße), die vor dem Kriege, als Großbanken, Privatbanken, Sparkassen, Hypothekenbanken und Versicherungsanstalten dem Geldmarkt ständig kurz- und langfristig Leihgeld zur Verfügung stellten, nur selten über das Wechselportefeuille der Banken hinauswandern brauchten. Die Wirtschaft war eben darauf angewiesen, den aus dem Währungsinstitut fließenden „primären" Kredit in großem Stile in Anspruch zu nehmen, da ihr „abgeleiteter" Privatkredit nicht genügend zur Verfügung stand. Die Reichsbank aber, wie überhaupt jede zentrale Notenbank, darf als Bank der Banken nicht Hauptzufluchtsort, sondern nur letzte Zuflucht für Wechseldiskontierungen sein. Je mehr Material der Privatmarkt von der Reichsbank abzieht und so zur Entlastung derselben beiträgt, desto eher kann die Reichsbank ihre Restriktionspolitik erleichtern, was sich wiederum in einer Senkung des Privatsatzes auswirken wird. Diese in ihn gesetzten Hoffnungen erfüllt der Privatdiskontenmarkt allerdings noch nicht, denn aus später noch darzulegenden Gründen fungiert die Reichsbank als Hauptgeldgeber im Gegensatz zu Vorkriegszeiten, wo sie sich, abgesehen von den 80er und 90er Jahren des vorigen Jahrhunderts, nie direkt am Privatdiskontenmarkt beteiligte, und bestimmt so den Privatsatz fast monopolartig. Sie zwingt auf diese Weise dem Markt einen Zins auf, der er unter freier Preisbildung vielleicht nicht erreicht hätte, und benutzt so den Privatdiskont in einer Weise zu diskontpolitischen Zwecken, wie sie es vor dem Kriege nie

hätte durchsetzen können. Das Wesentliche für unsere Untersuchungen ist hierbei die Tatsache, daß der Privatsatz und damit auch die Spannung zwischen Bank- und Privatsatz einseitig von der Reichsbank beeinflußt wird, ohne der Geldmarktlage Einfluß zu gewähren. Die Bestätigung hierfür gibt uns folgender Geldmarktbericht [1]): „Es ist sehr interessant, daß der Privatdiskontsatz in erheblichem Maße herabgesetzt wurde. Der Privatdiskontmarkt schwankt . . . ständig zwischen zwei Extremen: in Zeiten knappen Geldes erscheinen auf dem Markt keine Käufer, in Zeiten flüssigen Geldes schrumpft das Angebot auf ein Minimum zusammen. Nun war der ganze Monat Juni einschließlich Ultimo Juni und Ultimo Juli außerordentlich knapp, aber der Privatdiskontsatz wurde trotz dem Mangel an Käufern niemals heraufgesetzt. Es ist sehr auffallend, daß demgegenüber bei der Verkleinerung des Angebots in den letzten Tagen der Satz sofort erheblich herabgesetzt wurde. Man geht wohl in der Annahme nicht fehl, daß sich die Reichsbank . . . . durch die langsame Senkung des Privatdiskontsatzes eine spätere Diskontherabsetzung vorbereitet. Die Reichsbank verfolgt ja bekanntlich seit langem die Politik der Senkung des Zinsniveaus, trachtet aber eine Herabsetzung der Bankrate immer erst durch eine vorangehende Ermäßigung des Privatdiskontsatzes zu rechtfertigen. Dies war auch bei der letzten Ermäßigung der Bankrate von 10 auf 9% der Fall.“ Dem Endziel der Ermäßigung der Zinssätze dienten auch

[1]) Geldmarktbericht für die Zeit vom 10.—15. August im Berliner Tageblatt, Nr. 388 vom 18. August 1925.

Rediskontzusagen der Reichsbank an die Seehandlung, wodurch diese in die Lage versetzt wurde, ihre reichlich vorhandenen Gelder am Geldmarkt durch Diskontierung von Geschäftswechseln nutzbar zu machen[1]). Durch die Herabsetzung des Mindestguthabens auf Girokonto von 1000 Mk. auf 100 Mk. wurde eine weitere aus der Inflationszeit stammende Quelle zur Verteuerung des Kreditverkehrs beseitigt, ebenso durch den Beschluß, den Diskont für Diskontierungen von Auslandswechseln auf die Höhe der betr. Auslandsbankrate herabzusetzen (mindestens jedoch 5%). Zur Ermäßigung der Zinssätze trug ferner auch die Diskontherabsetzung der Golddiskontbank von 10% auf 8%, die auf Veranlassung der Reichsbank in Verfolg ihrer Politik vorgenommen wurde, bei. Diese Maßnahmen der Reichsbank wurden durch eine Preissenkungsaktion der Reichsregierung, die in einer Herabsetzung der Frachten und Kohlenpreise um 10%, der Umsatzsteuer von $2\frac{1}{2}\%$ auf 2% bestand, unterstützt.

c) Stabilität des Banksatzes.

Ein weiterer Grund für die starke Differenz zwischen Banksatz und Geldsätzen im Jahre 1924 ist in dem unter Berücksichtigung der Marktverhältnisse niedrigen Diskont von 10% zu suchen. Es wäre vielleicht richtiger gewesen, die Reichsbank hätte nach der Stabilisation ihre Rate der Geldmarktlage entsprechend etwas

[1]) Der Erfolg war eine Diskontzusage der Seehandlung an die Mitglieder der Berliner Stempelvereinigung in Höhe von 50 Mill. und an Landwirtschaft und Getreidehandel in Höhe von 140—150 Mill. Mk.

höher festgesetzt und hätte sie von Zeit zu Zeit ermäßigt. Diese Politik hätte wahrscheinlich auf den Umfang der Kreditansprüche keinen Einfluß gehabt, aber doch eine große psychologische Wirkung auf alle Beteiligten ausgeübt und vielleicht eine schnellere Angleichung der Marktsätze an den Diskont herbeigeführt. Man muß allerdings der vielfach vertretenen Ansicht entgegentreten, als ob ein höherer Diskontsatz die Spartätigkeit wesentlich gehoben hätte, da erfahrungsgemäß in einem kapitalarmen Lande, wie es Deutschland doch einmal geworden ist, auch Diskonterhöhungen kein Sparkapital hervorlocken können, sondern nur Verteuerungen der Warenpreise zur Folge haben und damit eine weitere Erschwerung der bei den schwierigen Absatzverhältnissen im Inland für die Kapitalbildung vorzugsweise in Frage kommenden Ausfuhr. Aber trotzdem ist nicht zu verkennen, daß die unveränderte Bankrate eine gewisse Ordnung in die Zinssätze gebracht hat.

3. Einfluß der Wirtschafts- und Geldmarktlage auf die Spannung.

a) Kapitalarmut der Wirtschaft.

Als Grund für den Hochstand der Zinssätze und damit auch für die Spannung zwischen Banksatz und Geldmarktsätzen wird oft die unzureichende Kapitalbildung genannt. Dies ist nur zutreffend, soweit es sich um Kapitaldisposition[1]) handelt, während die Geldkapitalvermehrung, soweit sie in der Vermehrung von Umlaufsmitteln zum Ausdruck kommt, im Jahre 1924 nicht

[1]) Im Sinne von G. Cassel.

so gering gewesen ist, wie aus folgenden Ausführungen hervorgeht. Wuchsen die Bankgelder vor dem Kriege jährlich um $^3/_4$ Milliarde [1]), stiegen sie im Jahre 1924 annähernd um $5^1/_2$ Milliarden. Dies war nur möglich, weil dem Lande Anfang des Jahres nur $2^1/_2$ Mill. Bankgelder zur Verfügung standen gegenüber einem Betrage von mehr als 12 Mill. vor dem Kriege. Ende des Jahres 1924 betrugen also die Bankgelder ca. 8 Mill. [2]). Dieser große Kapitalzuwachs darf nun nicht zu falschen Schlüssen über eine günstige Lage des deutschen Geldmarktes verleiten, sondern man muß sich einmal vor Augen halten, woher dieser Zuwachs stammt. Außer aus Auslandskrediten und Steuereinkommen der öffentlichen Hand wurden diese Gelder von der Industrie unter Entfremdung ihrer eigentlichen Bestimmung aufgebracht. Die Industrie gebraucht unter allen Umständen Betriebskapital, um den reibungslosen Fortgang der Produktion zu gewährleisten. Da diese Betriebsgelder aus dem Geld- und Kapitalmarkt, dem sie vor dem Kriege entnommen wurden, nicht ausreichend zu erhalten waren, sahen sich die Betriebe gezwungen, ihre internen Ersparnisse, die sonst zur Erneuerung und Erweiterung des Produktionsapparates verwandt wurden, zur Auffüllung ihres Betriebsmittelfonds zu verwenden, bis sie wieder über die nötige Menge Betriebsmittel verfügten. Da dieser Betriebsmittelfond bis zu seiner Verwendung den

[1]) Geh. Rat Prof. Wolf, „Warum ist der Zinsfuß nicht niedriger?" Magazin der Wirtschaft, Jahrg. 1, Nr. 9.

[2]) Reichsbankpräsident Dr. Schacht schätzt in seiner Rede im Hamburger Ueberseeklub am 27. 2. 1925 die Sparguthaben des deutschen Volkes auf 8—9 Mill.

Banken zufloß, machte sich dies in einem Steigen der Bankgelder bemerkbar. Außerdem wurde der Aufbau der Bankgelder begünstigt durch die vor der Kreditkontingentierung von der Reichsbank gewährten Kredite in Höhe von 1.8 Milliarden, sowie durch die Konvertierung von in der Inflationszeit zurückgehaltenen Beständen an Devisen und wertbeständigen Anlagen oder von im Auslande angelegten Kapitalien. Gering dagegen war in der Summe der Bankgelder der Bestand an eigentlichen Spargeldern des deutschen Volkes, die vor dem Kriege einen großen Teil derselben ausmachten.

Trotz des Kapitalzuwachses fehlt aber immer noch ungefähr $^1/_3$ der Vorkriegsbankgelder. Wenn auch die Produktion um $^1/_3$ gesunken ist, so ist das allgemeine Preisniveau demgegenüber um 30—40% gestiegen. Es bleibt also immer noch ein beträchtliches Manko, so daß man wohl mit Recht von einem Kapitalmangel der deutschen Wirtschaft sprechen kann. Bedenkt man, daß das deutsche Volksvermögen von 1914—1924 eine Abnahme von 350[1]) auf 125—150 Milliarden Gmk.[2]) erfahren hat, so kann man in dieser Verkürzung der deutschen Kapitaldecke weit unter das lebensnotwendige Maß wohl die Ursache der Kreditkrise erblicken. Außerdem sind von dieser unzureichenden Decke seit Schaffung der Rentenmark durch Ueberkonsum noch weitere beträchtliche Stücke abgeschnitten worden.

---

[1]) Durchschnitt der Schätzungen von Helfferich, Ballod, Steinmann-Bucher und Hesse.

[2]) Durchschnitt der Schätzungen lt. Wirtschaftsbericht der Dir. d. Disconto-Gesellschaft im Frühjahr 1924.

Der aus dem Kapitalmangel resultierende Kreditbedarf der Wirtschaft ist die ganz natürliche Folge des Schwundes an eigenen Betriebsmitteln innerhalb der Unternehmungen (Folgeerscheinung der Inflationszeit) und des mit Festlegung der Währung auf dem Binnenmarkt einsetzenden Aufschwungs, den man allerdings mit Recht als Scheinkonjunktur bezeichnet hat, da er z. T. auf falschen Voraussetzungen beruhte und bald wieder einer Depression wich. Hinzu kommt noch, daß der so notwendige Wiederaufbau der Bankgelder hin und wieder jäh unterbrochen wurde. Erwähnt sei hier nur die verfehlte Frankenspekulation im Frühjahr 1924. Durch eine überraschend einsetzende Hausse in französischen Franken, während an den deutschen Börsen in großem Stile eine Spekulation à la Baisse eingesetzt hatte, erlitt die deutsche Volkswirtschaft schwere Verluste, deren Höhe auf 400 Mill. Gmk. beziffert wird [1]). Außerdem wurde die Kapitalnot noch verschärft, und wird es in den nächsten Jahren noch mehr werden, durch die auf Grund des Dawes-Gutachtens zu leistenden ungeheuren Reparationszahlungen. Ein weiterer Grund für die derzeitige Kapitalnot ist darin zu suchen, daß noch Geld in großen Beträgen für unproduktive Zwecke gebunden war. Diese Kapitalteile lagen entweder in Gestalt thesaurierter Devisen brach, oder sie waren in spekulativer Ausnutzung der ersten Preissenkung gleich nach Erscheinen der Rentenmark zur Bildung großer Warenlager benutzt, deren Liquidierung bei der später ein-

[1]) Lt. Wirtschaftskurve, Nr. 2, vom Mai 1924, S. 153.

setzenden Absatzstockung nur zu Schleuderpreisen oder gar nicht möglich war.

Dieser Kapitalknappheit ließ sich auch nicht durch die Neuschaffung von Kreditgeld durch die Banken steuern, denn die Zunahme der Produktion, die früher durch den ständig wachsenden Zahlungsmittelbedarf eine Kreierung von Kredit nicht inflationistisch wirken ließ, hatte nur einen sehr geringen Umfang und legte demgemäß den Banken bei der Kreditkreation auch Fesseln an, die nicht ungestraft durchbrochen werden konnten.

Es ist eine alte Erfahrungstatsache, daß hohe Zinssätze eine ständige Begleiterscheinung der Kapitalarmut eines sich entwickelnden Landes sind und sich nur ganz allmählich herabsetzen lassen. Ganz abgesehen davon, daß durch das Mißverhältnis zwischen Angebot und Nachfrage auf dem Geld- und Kapitalmarkte hohe Sätze für Leihgeld bedingt werden, gibt auch das Ausland seine Kredite einem hochgradig kapitalbedürftigen Lande nur unter Berechnung eines hohen Zinssatzes, in den dann auch noch eine gewisse Risikoprämie einkalkuliert wird. Dieser Satz wird durch die Höhe der Zinssätze des deutschen Geldmarkts in der Nachinflationszeit vollauf bestätigt. Natürlich kann man die Kapitalarmut eines Landes nicht allein für den überhohen und für die Wirtschaft nicht tragbaren Stand der Geldsätze verantwortlich machen. Da wirken noch andere Umstände mit, die an anderer Stelle zu erörtern sind; aber man kann doch sagen, daß das Mißverhältnis zwischen Kapitalangebot und -nachfrage ein wesentlicher Bestimmungs-

grund der hohen Zinssätze war und vor allen Dingen auch einen schnelleren Abbau derselben verhinderte.

b) Flüssige, aber unsichere Lage des Geldmarktes.

Wenn eben von dem Kapitalmangel der deutschen Wirtschaft gesprochen ist, so schließt das nicht aus, daß der Geldmarkt trotzdem flüssig gewesen sein kann. Diese Flüssigkeit des Geldmarktes ist neben dem Zustrom an Geldern öffentlicher und halböffentlicher Körperschaften, worauf später noch einzugehen ist, vor allem auf die Vermehrung des Zahlungsmittelumlaufs, auf die einströmenden Auslandsgelder und auf die Durchführung des Rückmobilisierungs- und Liquidationsprozesses der deutschen Wirtschaft zurückzuführen.

Der Zahlungsmittelumlauf war durch die verhängnisvollen Wirkungen der Inflation am 30. 11. 1923 auf 1 584.7 Mill. Goldmk.[1]) gesunken, hatte mithin seinen tiefsten Stand von 300.3 Mill. Gmk.[1]) am 31. 10. 1923 schon wieder beträchtlich verbessert. Die Vermehrung der Umlaufsmittel hielt an und zeitigte am 31. 12. 1923 einen Umlauf von 2 273.6 Mill. Gmk.[1]), Ende 1924 einen solchen von 4.3 Milliarden, der bis zum 30. 6. sogar noch auf 4.77 Milliarden stieg. Natürlich wäre diese ungeheure Steigerung nicht möglich gewesen, wenn sich nicht gleichzeitig die Umlaufsgeschwindigkeit bedeutend ermäßigt und, wie wohl anzunehmen ist, allmählich das Vorkriegstempo wieder erreicht hätte. Diese von der Reichsbank bezw. Rentenbank in der Form

[1]) Lt. Wirtschaft und Statistik, 1924, Nr. 1.

von Krediten in den Verkehr gepumpten Umlaufsmittel wirkten natürlich entlastend auf den Geldmarkt und damit auch ermäßigend auf die Zinssätze, da die Unternehmungen, denen diese Kredite zugute kamen, vorher zur Deckung ihres Kreditbedarfs auf den Geldmarkt angewiesen waren.

Hinzu kamen die dem Geldmarkt direkt oder indirekt zufließenden Auslandsgelder, die entweder von den einzelnen Unternehmungen durch Vermittlung der Banken unmittelbar im Ausland aufgenommen waren, oder der Wirtschaft durch Vermittlung der Golddiskontbank zur Verfügung gestellt wurden. Es handelt sich hier um erhebliche Summen. Der Golddiskontbank standen Rediskontmaximalkredite in Höhe von 10 Mill. £ in England und von 5 Mill. £ in Amerika zur Verfügung. Später, am 12. 6. 1924 wurden die Rediskontkredite in England auf 5 Mill. £ ermäßigt und in Amerika auf 25 Mill. £ erhöht, so daß der Bank nunmehr ein Kredit von 600 Mill. Mk. zur Verfügung stand. Gleichzeitig sollte sie die im Inland in Gestalt thesaurierter Devisen brachliegenden Kapitalteile mobilisieren, was ihr auch gelang. Ziemlich erheblich waren auch die direkt von der Wirtschaft im Ausland in Anspruch genommenen Kredite. Reichsbankpräsident Dr. Schacht schätzt die Auslandskredite im Frühjahr 1925 auf $1^1/_2$—2 Milliarden [1]). Da

[1]) Rede über die Organisation des deutschen Geldmarkts im Hamburger Ueberseeklub am 27. 3. 1925. Zu einer ähnlichen Schätzung kommt die „Wirtschaftskurve" (Nr. 1, 1925), die die im 1. Quartal 1925 der Wirtschaft zugeflossenen Auslandskredite auf 1—2 Milliarden angibt. Im Wirtschaftsbericht der Dir. d. Disconto-Gesellsch. werden die im Jahre

diese Kredite im Vergleich zu den heimischen Geldsätzen billig waren, es wurden verschiedentlich Dollarleihen zum Preise von 7% — $7^1/_2$% [1]) aufgenommen, so hatten zwar die beteiligten Wirtschaftskreise den Vorteil davon, auf das einheimische Zinsniveau aber hatte dieser Umstand wenig Einfluß, weil diese Kredite nur einem sehr beschränkten Kreise großgeschäftlicher Unternehmungen und des Exporthandels zur Verfügung standen. Nichtsdestoweniger wurde der Geldmarkt hierdurch teilweise entlastet, denn die Wirtschaftskreise, die ihr Kreditbedürfnis durch ausländisches Geld deckten, hätten beim Versagen dieser Quelle auf den Geldmarkt zurückgreifen müssen. Mitte des Jahres 1925 begannen diese Kredite spärlicher zu fließen, da die Gewinnmarge für die ausländischen Kapitalisten durch Ermäßigung des Reichsbankdiskonts und Erhöhung des englischen und amerikanischen Diskontsatzes geringer wurde, und so der Anreiz zur Kredithergabe nachließ. Trotzdem haben die Auslandskredite im Jahre 1924 indirekt auch ihr Teil zur Ermäßigung des Zinsniveaus beigetragen.

Ferner ist noch ein Faktor zu nennen, der zur Erleichterung des Geldmarktes beigetragen hat, der Rückmobilisierungs- und Liquidationsprozeß der deutschen Wirtschaft. Hatte sich in der vorhergehenden Periode der täglich fortschreitenden Geldentwertung der Grundsatz von der Flucht aus der Mark in die Sachwerte herausgebildet, so kann man diesen Satz für diese Pe-

1924 vom Ausland hereingeflossenen Handelskredite auf 2 Milliarden geschätzt.

[1]) ohne Berücksichtgiung des Ausgabekurses.

riode geradezu umkehren. Die herrschende durch die Restriktionspolitik der Reichsbank noch begünstigte Stagnation des Wirtschaftslebens zwang die Betriebe, ihre Produkte teilweise zu Schleuderpreisen wegzugeben, da sie entweder keinen Anschluß an die Kreditquellen hatten, oder die teuren Zinssätze nicht aufbringen konnten. Die Folge dieser Entwicklung war das übermäßige Anwachsen der Konkurse, sowie die wachsende Inanspruchnahme des bequemen Mittels der Geschäftsaufsicht, die, ein Ueberbleibsel der Inflation, dem Schuldner fast mehr Vorteile bot als dem Gläubiger [1]). Die zahlenmäßige Verringerung der Betriebe, denen Kredit eine Lebensnotwendigkeit war, verminderte also die Inanspruchnahme des Marktes. Außerdem strömten dem Geldmarkt namhafte Mengen langfristiger Gelder zu, weil das langfristige Kreditgeschäft noch auf zu unsicherer Grundlage beruhte. Denn vor der Umstellung des Kapitals der Unternehmungen auf Goldmark war die Beurteilung sehr schwierig, wieviel von ihrer Substanz die einzelnen Betriebe gerettet hatten, und in welchem Ausmaß sie durch die ungesunden Kapitalverwässerungen der Inflationszeit aufgebläht waren. Der größte Teil des Kreditverkehrs hatte sich also aus Gründen der Liquidität und Sicherheit auf dem Geldmarkt konzentriert.

---

[1]) Nach Angaben der Frankfurter Zeitung betrug im Jahre 1924 die Anzahl der Konkurse 5710 gegenüber 253 im Jahre 1923. Geschäftsaufsicht wurde über 2681 Firmen verhängt, während bei 2076 Firmen die Geschäftsaufsicht im Laufe des Jahres wieder aufgehoben wurde. (Lt. Wirtschaftskurve, 1925, II., S. 126.)

Es ergibt sich hieraus, daß der Geldmarkt zwar dauernd eine große Flüssigkeit aufwies, dieser Geldüberfluß aber unnatürlich war, da er aus Quellen floß, deren Aufgabe es unter normalen Verhältnissen nicht ist, den Geldmarkt zu speisen. Zu sehr machte sich das schon erwähnte Fehlen des regulären Sparkapitals der Wirtschaft, das sonst berufen war, den Geldmarkt zu speisen, bemerkbar. In dieser Tatsache liegt auch das Moment der Unsicherheit begründet, das den Geldmarkt beherrschte. Einerseits bestand bei den Auslandskrediten dauernd die Gefahr der sofortigen Abrufung, und andrerseits rieten die Geschäftsaufsichten und die Verluste, die der Wirtschaft aus der verfehlten Frankenspekulation erwachsen waren, den Geldgebern zur Vorsicht.

Bei solcher Flüssigkeit des Geldmarkts, die an und für sich ein niedriges Zinsniveau bedingt hätte, gestattete die herrschende Unsicherheit wohl die Einkalkulierung einer Risikoprämie in den Zinssatz, kann jedoch nicht allein so hohe Geldsätze motivieren, wie sie das Jahr 1924 brachte. Denn sobald die Gefahr der Geldentwertung beseitigt war, bestand kein Grund mehr für die hohen Geldsätze der Inflationszeit, da der Geldmarkt die Hauptfunktion hat, Kassenbestände und Kreditüberbau der Banken in vernünftige Relation zu bringen, sowie Kassenüberschüsse einer Bank der Bank zuzuführen, die ein vorübergehendes Kassendefizit hat, das sie im Augenblick durch Verringerung ihrer Kredite nicht beseitigen kann. Andrerseits mußte die oben geschilderte Kapitalarmut sich auf dem Kapitalmarkt in hohen Zinssätzen auswirken. Infolge der engen Verknüpfung von

Geld- und Kapitalmarkt, oder besser, da die Reorganisation des Kapitalmarktes erst sehr mangelhaft durchgeführt war, ist damit auch das relativ hohe zur Geldflüssigkeit in seltsamem Widerspruch stehende Zinsniveau erklärt.

Ein weiterer Faktor, der die Flüssigkeit des Marktes z. T. wirkungslos machte, ist in der Desorganisation des Marktes zu suchen, die neben dem Kapitalmangel auf die Zersplitterung der dem Markte zur Verfügung stehenden Mittel, besonders der Gelder der öffentlichen Hand, zurückzuführen ist. Hierauf wird in anderem Zusammenhang noch einzugehen sein. Unter diesen Umständen zog sich der Abbau des überhohen Zinsniveaus so lange hin, und eine Angleichung der Geldsätze an den Banksatz konnte erst erfolgen, als infolge der zunehmenden Gesundung des Wirtschaftslebens, die nach den verschiedensten Anzeichen zu urteilen eingesetzt hat, von deren restloser Durchführung wir aber noch weit entfernt sind, die genannten Momente etwas mehr in den Hintergrund traten. Bis zur Wiederkehr wirklich normaler Verhältnisse auf dem Geldmarkt dürfte noch lange Zeit vergehen, denn dann muß erst einmal die unnatürliche Geldflüssigkeit, wie sie oben gekennzeichnet ist, durch gesunden Spartrieb im Verein mit einer echte Ueberschüsse abwerfenden Produktionsgestaltung einer natürlichen Geldflüssigkeit, die auf der Wiederherstellung der Kapitaldecke beruht, gewichen sein.

Dies wird auch durch die Entwicklung des Ende 1924 wieder aufgenommenen Privatdiskontenmarkts bewiesen. Dieser wird gekennzeichnet durch die beiden

Begriffe: Materialknappheit und geringe Käuferzahl. Der Erfolg ist natürlich ein kleines Geschäft bei geringen Umsätzen. Gleichzeitig ist eine tiefgreifende Aenderung in der Struktur des Marktes gegenüber Vorkriegszeiten festzustellen. Beteiligte sich damals die Reichsbank am Privatdiskontengeschäft nur im Wege des Rediskonts den Banken gegenüber, während die Banken den größten Teil des Materials aufnahmen, so liegen jetzt die Verhältnisse umgekehrt. Hauptgeldgeber ist die Reichsbank, daneben treten noch die Preußische Staatsbank, die deutsche Verkehrskreditanstalt, die die Gelder der Eisenbahn verwaltet, und in geringem Maße auch das Ausland als Käufer auf, während die Banken demgegenüber stark in den Hintergrund getreten sind. Infolge dieser veränderten Struktur des Marktes hat auch der Privatdiskont gegen früher eine ganz andere Bedeutung erfahren. Er bildet sich jetzt nicht mehr auf Grund von Angebot und Nachfrage, sondern er ist zu einem Monopolsatz geworden, den die Reichsbank unbeschadet der Marktlage nur mit Rücksicht auf ihre Diskontpolitik als Hauptgeldgeber festsetzt. Daher seine Stabilität. Hierin liegen aber manche Nachteile. Der Privatsatz kontrastiert auf diese Weise viel zu sehr mit den übrigen Geldsätzen, denn zuweilen sucht auf dem Privatdiskontenmarkt größeres Geldangebot seitens öffentlicher Geldgeber, die ihre Mittel jetzt vorzugsweise diesem Teil des Marktes zuwenden, Anlage, während vielleicht auf dem übrigen Geldmarkt eine vorübergehende Versteifung die Zinssätze in die Höhe treibt. Soll der Privatdiskontenmarkt seine alte Stellung als Bindeglied zwischen Inlands- und Auslands-

geldmarkt wieder zum Wohle der Gesundung der deutschen Wirtschaft ausüben, so darf der Privatsatz nicht monopolartig beherrscht werden, sondern muß sich der jeweiligen Marktlage anpassen. Das ist nur bei einem leistungsfähigen Markt möglich. Zu diesem Zwecke wäre es vielleicht angebracht, wenn man mit alten Ueberlieferungen brechend auch Warenwechsel mit Großbankgiro, die den Bankakzepten an Güte nicht nachstehen, wie der nur wenig höhere Diskont, zu dem sie unterzubringen sind, zeigt [1]), als Privatdiskonten lieferbar erklären würde. Dann würden auch die Banken, die bisher diese Wechsel wegen des höheren Zinssatzes als liquide Anlage bevorzugten, sich wieder mehr dem Privatdiskontenmarkt zuwenden müssen, und der Markt könnte auf eine breitere Grundlage gestellt seine volkswirtschaftlichen Funktionen besser erfüllen.

4. Einfluß der Geldgeber auf die Spannung.

Bei der kritischen Betrachtung des Einflusses der Geldgeber auf die Spannung zwischen Banksatz und Geldmarktsätzen bezw. Privatsatz unterscheidet man wegen des verschiedenartigen Einflusses zweckmäßig zwischen privaten und öffentlichen Geldgebern, wobei als private Geldgeber die Kreditbanken, und zwar in erster Linie die Großbanken, die auf dem Privatdiskontenmarkt auch als Akzeptanten eine Hauptrolle spielen,

[1]) Warenwechsel mit Großbankgiro bedangen im Januar 8.92 % (Privatsatz 8.31 %); Februar 9.35 (8.01); März 8.85 (8.00); April 8.9 (8.005); Mai 8.9 (7.97); Juni 8.9 (7.76); Juli 9.025 (7.9); August 8.9 (7.7).

und als öffentliche Geldgeber die Verwaltungsstellen öffentlich-rechtlicher Gelder, Reichskreditstelle, Verkehrskreditbank, Staats- und Landesbanken, sowie die Post verstanden sind. Diese Trennung vernotwendigt sich auch deshalb, weil letztere in der vorhergehenden Kriegs- und Inflationszeit nicht als Geldgeber auftraten, ihr Einfluß in dieser Hinsicht sich also erstmalig wieder in dieser Periode geltend macht. Daneben tritt als Käufer von Privatdiskonten wegen des großen Gewinns, der durch die Zinsmargen garantiert ist, auch das Ausland auf. Diese Klasse von Geldgebern können wir jedoch unberücksichtigt lassen, da sie einen direkten Einfluß auf die Spannung infolge der noch nicht wieder hergestellten Solidarität der Geldmärkte nicht ausüben können. Ebenso können wir auch Spekulation und Industrie, die früher häufig große im Augenblick brachliegende Summen in Privatdiskonten anlegten, aus dem Spiele lassen, da diese vorläufig noch nicht in nennenswertem Umfange als Geldgeber auf dem Markt auftreten.

a) Einfluß der privaten Geldgeber.

Infolge der Abhängigkeit der Kreditbanken von der Reichsbank, die sich nie so stark auswirken konnte, wie gerade jetzt, müssen wir unterscheiden zwischen den kreditpolitischen Maßnahmen, die ihnen durch die Währungspolitik der Reichsbank aufgezwungen wurden, und der Auswirkung der ihrem eigenen Gewinn- und Liquiditätsinteresse entspringenden Kreditpolitik.

Wie bereits erwähnt wurde, war das Kontingentierungssystem der Reichsbank überaus starr, so daß die

Kontingente, die den Kreditbanken zur Kreditentnahme zur Verfügung gestellt waren, auch bei der starken Inanspruchnahme der Banken zur Abwicklung der Ultimoverpflichtungen nicht erweitert wurden. Da diese Bankgeld nur nach Maßgabe des ihnen bei der Reichsbank zur Verfügung stehenden Rediskontkredits kreieren konnten, weil sie immer mit einer Umwandlung des von ihnen geschaffenen Bankgeldes in Zählgeld rechnen mußten, konnten sie ihr Kontingent nie voll ausnutzen, um bei der Reichsbank eine Reserve für die Nachfrage an den kritischen Zahlungsterminen zu behalten. Die Folge war, daß die schon an und für sich schwere Kreditkrise noch verschärft wurde, was einer Senkung der Zinssätze entgegenwirkte. Doch nicht genug damit mußten die Banken auch noch im Interesse ihrer Liquidität, da sie auf die Rediskontbereitschaft der Reichsbank nicht zu fest bauen konnten, außergewöhnlich große Kassenbestände in bar oder leicht realisierbaren Devisen halten, die keine Zinsen trugen und ihre Geschäftsführung verteuerten. Als dann Anfang des Jahres 1925 die Rediskontbereitschaft der Reichsbank beträchtlich erweitert wurde, machte sich dies in einer weiteren Kreditverbilligung bemerkbar, da die Banken jetzt einen größeren Rückhalt bei der Notenbank hatten und eine geringere Barkasse benötigten, wodurch das genannte kreditverteuernde Moment wesentlich abgeschwächt wurde. Außerdem wurde den Banken dadurch die Möglichkeit gegeben, ohne größeres Risiko billigere Diskontkredite zu gewähren und sich am Diskontenmarkt zu beteiligen. Folgende Tabelle, die den Akzeptumlauf der

Berliner Großbanken lt. Zweimonatsbilanzen in Vergleich zu dem ihnen zustehenden Kontingent in Höhe von 50% ihres Eigenkapitals setzt, zeigt jedoch, daß die Banken ihr Kontingent nur zum Teil ausnutzten.

	Hälfte des Eigenkapitals [1]	Akzeptkonto am 30. 4.	30. 6.	31. 8.
		(in Millionen Mark)		
Deutsche Bank	102.5	64.8	83	85
Dir. d. Disconto-Ges. [2]	73.5	35.5	50	69
Dresdner Bank	50	27	30	38
Darmst. u. Nat.-Bank	50	31.8	41	42
Commerz- u. Privatbank	31.5	19	20	18
Mitteld. Creditbank [3]	12	6.6	7.8	8
Summe	319.5	184.7	231.8	260.0
Prozentuale Ausnutzung		58%	73%	81.4%

Der Grund hierzu ist darin zu suchen, daß die Banken befürchteten, der Privatdiskontenmarkt würde sich infolge seiner kleinen Basis in Depressionszeiten nicht fähig zeigen, größere Mengen Material aufzunehmen. In diesem Falle würden sie gezwungen sein, im Interesse ihres Prestiges ihre eigenen Akzepte aus dem Markt zu nehmen, um zu verhindern, daß sie dann nur schwer oder zu steigendem Diskont zu realisieren sind. Ihre eigenen Akzepte aber kann eine Bank nicht als liquide Anlage ansehen.

[1]) Aktienkapital plus offene Reserven.

[2]) Lt. Gemeinschaftsbilanz (inkl. A. Schaaffhausenscher Bankverein und Norddeutsche Bank, Hamburg).

[3]) Von den Aktien der Mitteldeutschen Privatbank ist ein Teil nicht begeben.

Andrerseits beschränkte sich die Kreditgewährung der Banken auf die Höhe ihrer Eigenkapitalien und der fremden Gelder. Mit beiden war es aber schlecht bestellt. Ebenso wie die Eigenkapitalien der Banken durch die Substanzverluste der Inflationszeit auf kaum die Hälfte zusammengeschrumpft sind, ist auch der Spartrieb in der Bevölkerung verloren gegangen, wie die Entwicklung der Kreditoren zeigt. Die deutschen Kreditbanken, die vor dem Kriege einen Kreditorenbestand von 8.4 Milliarden auswiesen, hatten am 1. 1. 1924 einen solchen von 1.5 Milliarden, der sich bis zum 30. 6. 1925 auf 5.2 Milliarden erhöhte. Hierbei ist zu berücksichtigen, daß im Gegensatz zu früher wohl nicht mehr als 60% Markeinlagen sein dürften, wie aus der Position „Sonstige Kreditoren", die mit 2.1 Milliarden ausgewiesen wird, und die die Kreditoren in fremder Valuta enthält, hervorgeht. Der Rest besteht aus Valutaguthaben des Auslands, sowie der heimischen Industrie und des Handels, die gehalten werden müssen, solange eine Fakturierung von Waren in Mark dem Ausland gegenüber unmöglich bleibt. Markguthaben für den Inlandverkehr dürften also nur mit etwa 3 Milliarden Mark in Betracht kommen, wobei man auch noch den gesunkenen Geldwert berücksichtigen muß. Die Banken sind also nicht mehr entfernt in dem Maße wie vor dem Kriege Sammelbecken flüssigen Kapitals. Zur Ansammlung neuer Kapitalien mußten die Banken hohe Passivzinsen anbieten. Dieser Umstand mußte sich natürlich bei der Ausleihung der auf diese Weise gesammelten Kapitalien auch wieder verteuernd bemerkbar machen.

Außerdem waren die Banken im Hinblick auf die vielen Konkurse in ihrer Kreditgewährung äußerst vorsichtig, wodurch sie viele Kreditsucher in die Hände von in der Inflationszeit ans Ruder gelangten Kreditvermittlungsstellen trieben, die in Ausnutzung der Notlage und ihrer teilweise marktbeherrschenden Stellung die Zinssätze in die Höhe trieben. Nicht zum wenigsten trugen auch die hohen Spesen, mit denen die Banken arbeiteten, zu den hohen Zinsforderungen bei. Wenn diese Argumente für hohe Zinsforderungen auf dem Geldmarkt auch mehr oder weniger berechtigt waren, kann man den Banken doch den Vorwurf nicht ersparen, daß sie zu wenig Vertrauen in die Rentenmarkwährung setzten und deswegen im Anfang dieser Periode ungerechtfertigt hohe Risikoprämien [1]) in die Geldsätze einkalkulierten und dadurch das für stabile Währungsverhältnisse viel zu hohe Zinsniveau mitverschuldeten, wobei der eigentliche Zins in den geforderten Sätzen eine ganz untergeordnete Rolle spielte. Nur sehr zögernd gingen sie mit ihren Sätzen herunter, als auf dem Geldmarkt der Bedarf infolge der Stagnation aller Börsen und Warenmärkte sank oder doch gering genug war, um nur bei sehr erträglichen Konditionen Interesse an glatter Befriedigung zu haben.

Wenn auch die Banken im Jahre 1924 teils bewußt, teils unbewußt dem Abbau des hohen Zinsniveaus durch

[1]) Diese Risikoprämien lassen sich aus dem Unterschied zwischen nichtvalorisiertem „tägl. Geld“ und valorisiertem Monatsgeld erkennen.

	Jan.	Febr.	März	April	Mai	Juni
Tägl. Geld	87%	35%	33%	45%	28%	23%
Ultimogeld	28%	23%	30%	44%	44%	33%

ihre Politik entgegengewirkt haben, so darf man ihnen, wenn man die Verhältnisse zu Anfang des Jahres 1925 betrachtet, doch nicht absprechen, daß sie jetzt die Reichsbank erheblich in ihren Zinsabbaubestrebungen und in ihrem Bestreben, den Privatdiskontenmarkt wieder aufzubauen, unterstützten. Denn wie selbst von Bankseite zugegeben wird [1]), haben die Banken gar kein Interesse an hohen Zinsen bei stagnierender Wirtschaft, da hohe Kreditbedingungen die Kapitalbildung und damit das Kreditorengeschäft hindern. Die Banken haben vielmehr das größte Interesse daran, daß es der Wirtschaft gut geht, da es ihnen dann auch gut geht. Trotzdem die Gewährung von Buchkrediten ihnen größere Zinsgewinne verschaffte, gaben sie der Anregung der Reichsbank, mehr das Bankakzept als Kreditinstrument zu benutzen, nach. Hierdurch wurde einerseits das Material auf dem Privatdiskontenmarkt erheblich vermehrt, andrerseits wurde die Reichsbank durch Uebertragung eines Teils der von ihr gewährten Kredite auf die Banken in ihren Anlagen entlastet und konnte sich mit größerem Nachdruck als vorher für die Regulierung des offenen Geldmarkts einsetzen.

Wenn erst von einer ungenügenden Ausnutzung des Akzeptkontingents der Banken die Rede war, so soll damit nicht bestritten werden, daß die Akzeptkreditgewährung der Banken seit der Stabilisation doch immer-

[1]) Dir. Dr. Pferdmenges (Vereinigung von Banken und Bankiers im Rheinland und Westfalen) in einer Ausschußsitzung des Eisen- und Stahlwarenindustriebundes. Lt. Börsencourir, Nr. 334, 1925.

hin erhebliche Fortschritte gemacht hat, wie folgende Zahlen zeigen:

Akzeptkonto der Berliner Großbanken[1])
(in Millionen Mark)

	Gmkeröffn.-Bilanz	Ende 1924	28. 2.	30. 4.	30. 6.	30. 8. 25.
Deutsche Bank	0.6	5.8	15.4	64.9	83.2	85.0
Dresdner Bank	0.1	0.4	10.7	27.0	30.5	38.0
Comm.- u. Privatbank	0.5	2.7	13.9	19.1	19.9	18.0
Dir. d. Disc.-Ges.	0.3	4.4	10.9	27.7	37.6	57.7
Darmst. u. Nat.-Bank	0.3	5.3	20.2	31.8	40.9	42.0
Mitteld. Cred.-Bank	—.—	1.0	2.0	6.6	7.8	8.0
A. Schaffhaus. Bankverein	—.—	0.2	1.4	5.2	9.8	10.5
Summe	1.8	19.8	74.5	182.3	229.7	259.2

Aber trotzdem muß festgestellt werden, daß die Banken die Inanspruchnahme ihres Akzeptkredits künstlich durch hohe Akzeptprovisionen hemmten. Diese, die vor dem Kriege mit $^1/_4$—$^1/_8$% pro Quartal nicht wesentlich kreditverteuernd ins Gewicht fielen, betrugen $^3/_8$% pro Monat[2]) und wurden später auf $^1/_4$% pro Monat ermäßigt. Daß dieser Umstand, der den Akzeptkredit bei einem Banksatz von 9% und einem Privatsatz von 8% noch um 2% teurer stellte als den Diskontkredit der Reichsbank, besonders erstklassige Adressen, die anderweitig billigeren Kredit (z. B. Auslandskredit) bekommen konnten, dem Privatdiskontenmarkt

[1]) Lt. Jahres- und Zwischenbilanzen.

[2]) Konditionen des Zentralverbandes des deutschen Bank- und Bankiergewerbes.

fernhielt, ist klar. Wie schon bei der Besprechung der Geldmarktlage erwähnt wurde, traten die Banken nur in sehr geringem Maße auf dem Privatdiskontenmarkt als Geldgeber auf. Dies hat seinen Grund darin, daß die Banken, da sie jetzt mehr als vor dem Kriege auf den Gewinn aus der Zinsmarge zwischen Aktiv- und Passivgeschäften angewiesen waren, die genügend erhältlichen Warenwechsel mit Großbankgiro, die an Güte den Primadiskonten nicht nachstehen, aber, weil sie nicht als „vertretbar" gelten, einen höheren Diskont bedingen, als Anlage für ihre flüssigen Mittel bevorzugten. Dadurch begaben sie sich der Einflußnahme auf den Privatsatz und überließen seine Festsetzung der Reichsbank.

b) Einfluß der öffentlichen Geldgeber.

Wie bereits erwähnt, stellten auch öffentliche Geldgeber dem Geldmarkte große Summen zur Verfügung [1]). Diese Gelder stammen zu einem großen Teil aus der durch überscharfe Besteuerung betriebenen staatlichen Ueberschußwirtschaft, stellen also Ersparnisse der Wirtschaft dar, die allerdings auf gewaltsamem Wege erzielt sind, aber trotzdem bei richtiger Verwendung auf das Zinsniveau denselben Einfluß wie freiwillige Ersparnisse ausüben mußten. Sie mußten es ermäßigen. Dafür, daß dies nicht geschah, ist der Grund in der falschen Politik

[1]) Der Präsident der Pr. Staatsbank, Dr. Fr. Schröder, schätzt die Gelder des Reiches (inkl. Post und Eisenbahn) im April 1925 auf 1 Milliarde Mark (Bankarchiv, Nr. 14 vom 15. 4. 1925). Lt. Zweimonatsbilanzen vom 30. 6. 1925 betrugen die Kreditoren bei den Staats- und Landesbanken, sowie bei den Girozentralen 2.8 Milliarden Mark.

der Stellen, die diese Gelder zu verwalten haben, vor allem der Pr. Staatsbank, zu suchen. Doch auch die übrigen Geldgeber, deren Mittel aus anderen Quellen flossen, wie die Reichspost, haben ihre Gelder absolut nicht immer dem volkswirtschaftlichen Interesse entsprechend verwandt. Das Gegebene wäre es gewesen, wie es später auch geschah, diese Gelder entweder durch Vermittlung der Reichsbank oder direkt der Wirtschaft zu erträglichen Zinsen zur Verfügung zu stellen, und zwar zweckmäßig im Wege des Wechselkredits oder als „Tägliches Geld" gegen Effektenhinterlage. Dies geschah aber nicht. Vielmehr wurden große Summen unter Umgehung ihrer eigentlichen Zweckbestimmung teilweise ohne Rücksicht auf das damit verbundene Risiko zu möglichst hohen Zinsen im offenen Geldmarkt ausgeliehen, wodurch in wildem Wettlauf der Kettenhandel mit Geld gefördert und die Geldsätze für die kreditbedürftige Wirtschaft in ungerechtfertigter Weise gesteigert wurden, z. T. einigen großen Geldhändlern [1]) zu durchaus tragbaren Sätzen überlassen. Diese Gelder wurden dann ebenfalls im Kettenhandel auf dem Umweg über eine gewaltige Zinsverteuerung in die Wirtschaft geleitet. Hierdurch wurde im Anfang dieser Periode der Geldmarkt monatelang gewissermaßen monopolisiert, so daß die betreffenden Geldgeber die von ihnen aus öffentlichen Mitteln entnommenen Gelder mit einem 100 bis

[1]) Beispielsweise wurden von der Pr. Staatsbank und der Post dem Michaelkonzern gewissermaßen als Ausgleichsgeschäft für in der Inflationszeit bewiesenes Entgegenkommen große Summen zum Zinssatz von 12—18% überlassen.

200 prozentigen Aufschlag, der in gar keinem Verhältnis zu Unkosten und Risiko stand, weitergeben konnten. Doch hiermit nicht genug. Bei den außerdem vorgenommenen unmittelbaren Kreditbewilligungen kamen mehrfach schwere Mißgriffe [1]) vor, die den betreffenden Geldgebern große Verluste brachten, da sie teilweise keinen echten Kreditbedarf deckten, sondern nur dazu dienten, bei durch die Stabilisation der Lebensmöglichkeit beraubten Inflationsgründungen den drohenden Zusammenbruch hinauszuschieben. Von dem privatwirtschaftlichen Verlust der betr. Geldgeber abgesehen, liegt der große volkswirtschaftliche Schaden darin, daß diese Gelder unproduktiv angelegt wurden, während sie ohne Schädigung der Währung in der schweren Krise des Jahres 1924 genau so gut der Wirtschaft, d. h. wirklich stabil fundierten und volkswirtschaftlich notwendigen Unternehmungen, zu erträglichen Konditionen zur Verfügung gestellt werden konnten.

Anstatt also ihre Disponibilitäten zur Linderung der Kreditkrise und damit zur Senkung des Zinsniveaus zu verwenden, erreichten die öffentlichen Geldgeber mit ihrer Politik das Gegenteil und wurden damit mitschuldig an dem langsamen Abbau des hohen Zinsniveaus.

Diese für die Wirtschaft unhaltbaren Zustände der Dezentralisation und Zerstreuung großer Summen in viele kleine Kanäle riefen die Forderung größerer Zentralisation der Gelder der öffentlichen Hand, die allein eine zweckdienliche Verwendung gestattet, hervor. Dieser

[1]) Kreditbewilligung der Pr. Staatsbank an den Barmatkonzern und an Iwan Kutisker.

Ruf fand infolge der gemachten schlechten Erfahrungen mit der Verwaltung öffentlicher Gelder Gehör, und es wurde zugleich mit den Bestrebungen zum Aufbau des Privatdiskontenmarktes eine allgemeine Umschichtung dieser Gelder vorgenommen. Bezüglich der Anlage und Verwendung der Postscheckguthaben wurden vom Reichspostverwaltungsrat Richtlinien aufgestellt, wonach die „Direktkredite" aus dem Markt gezogen wurden, und dafür ein bedeutendes Kontingent von mehreren hundert Millionen Mark der Reichsbank verzinslich zum Ankauf bankfähiger Wechsel zur Verfügung gestellt wurde. Ebenso zog die Pr. Staatsbank allmählich ihre Kredite zurück und wandte ihre verfügbaren Gelder dem Privatdiskontenmarkt zu. Auf diese Weise wurde der Privatdiskontenmarkt leistungsfähiger gestaltet und konnte mit mehr Aussicht auf Erfolg seine kreditverbilligenden Funktionen ausüben. Letzten Endes war also das Ziel eine Vereinheitlichung der Geldbewirtschaftung, die eines günstigen Einflusses auf den Geldmarkt nicht ermangelte. Dadurch, daß die öffentlichen Geldgeber sich hieran beteiligten, trugen sie indirekt zur weiteren Angleichung der Geldsätze an den Banksatz bei und ermöglichten außerdem der Reichsbank, ihren Einfluß in dem oben gekennzeichneten Sinne auf den Privatsatz geltend zu machen.

5. Einfluß der Wirtschaft auf die Spannung.

Alle Bemühungen, die Zinssätze zu ermäßigen, mußten einen starken Widerstand — dies klingt fast wie eine Ironie — in dem Gebaren der kreditbedürftigen Wirtschaft finden. Aber es ist Tatsache, daß gerade

die Zahlungsweise, die sich in der Zeit des täglichen Geldwertschwunds im Warenhandel herausgebildet hatte, und die sich erst unter Schwierigkeiten ganz allmählich mit Wiederkehr des Vertrauens in der Wirtschaft beseitigen ließ, einen Abbau des Zinsniveaus erheblich erschwerte. Nach Möglichkeit erfolgte die Regulierung im Geschäftsverkehr durch Barzahlung, machte dies Schwierigkeiten, so wurde eben häufiger und in kleineren Posten gekauft. Wurde Kredit in Anspruch genommen, so gewährten die Banken diesen in der Form des Buchkredits. Dies war vielleicht nicht so sehr Schuld der Banken als darauf zurückzuführen, daß große Abneigung in der Wirtschaft bestand, Kredit in Form des Akzeptkredits in Anspruch zu nehmen und andrerseits sich in Wechseln bezahlen zu lassen oder Zahlung zu leisten, die noch durch dahinzielende Beschlüsse der Wirtschaftsverbände unterstützt wurde. Diese Zahlungsweise durch Barregulierung war natürlich der Bildung von Bankgeld [1]) ungemein abträglich; außerdem beanspruchte diese Regulierung des Warenumschlags unverhältnismäßig große Mengen Zahlungsmittel, deren Beschaffung letzten Endes die Reichsbank belastete. In Erkenntnis dieser Tatsache und in dem Bestreben, durch Schaffung eines breiteren Kreditmarktes ihre Diskontpolitik zu erleichtern, propagierte die Reichsbank [2]) die Verwendung des Wechsels nicht nur als Kreditmittel, sondern vor allem auch als Zahlungsmittel in der Hoffnung, daß sie, je

[1]) Vgl. Abschn. 4,3a: Kapitalarmut der Wirtsch. S. 125.

[2]) Schreiben des Reichsbankdirektoriums an die Handelskammern und an die Wirtschafts- und Handelsverbände im Oktober 1924.

mehr der Wechsel innerhalb der Wirtschaft selbst Zahlungsmittelfunktion übernimmt, um so weniger, oder doch jeweils um so später, also kurzfristiger, in Anspruch genommen zu werden braucht. Daß ein solches Verfahren dazu beitragen konnte, die Diskontpolitik der Reichsbank zu erleichtern, also Diskonterhöhungen vorzubeugen, Diskontermäßigungen dagegen den Weg zu ebnen, und aus diesem Grunde im ganzen wünschenswert, im einzelnen aber auch insofern nützlich war, als es in vielen Fällen zur Ersparung von Spesen und Zinsen geeignet ist, liegt auf der Hand. Die Reichsbank [1]) verlangte also: „. . . . daß von dem Erfordernis ausschließlicher Barzahlung abgegangen wird, und daß Warenkredite, wo solche überhaupt am Platze sind, von bestimmter Höhe und Zeitdauer ab nur noch in Form des Wechsels (Hergabe des Akzepts oder von Kundenwechseln) zu gewähren sind, oder daß Warenkredite in Wechselform zu günstigeren Bedingungen gegeben werden als in der Form der offenen Warenschuld." Zu betonen ist auch, daß die Umwandlung der noch in großem Umfang üblichen offenen Warenschuld und Buchschulden in Wechselverpflichtungen dem Verkehr auch dadurch zustatten kam, daß letztere infolge der Wechselstrenge zu größerer Promptheit und Ordnung im Zahlungsverkehr erziehen, wodurch die in den hohen Zinssätzen enthaltenen Risikoprämien teilweise gegenstandslos wurden. Man muß sich immer vor Augen halten, daß es gerade die Aufgabe des Handelswechsels ist,

[1]) Schreiben des Reichsbankdirektoriums an die Handelskammern und an die Wirtschafts- und Handelsverbände im Oktober 1924.

die Kreditvermittlung zu verbilligen und die Kreditverteilung zu verbessern. Diese Anregung der Reichsbank entbehrte nicht des Erfolges. Ende Juni 1925 hatte der Gesamtwechselumlauf nach einer Schätzung an Hand der Wechselstempelerträge bereits wieder die stattliche Höhe von 6 Milliarden gegen $8^1/_2$ Milliarden vor dem Kriege erreicht. Hiervon befanden sich nach einer Statistik der Deutschen Bergwerkszeitung 23% bei der Reichsbank und weitere 16.5% bei der Pr. Staatsbank, den Girozentralen und anderen Staats- und Landesbanken, sowie bei den Wechsel rediskontierenden öffentlichen Stellen. Die Kreditbanken besaßen 20%, so daß das in der Wirtschaft verbliebene, gewissermaßen „monetarisierte" Wechselmaterial 40% betrug (gegen 28.2% vor dem Kriege). Der Anteil der Bankakzepte am Gesamtumlauf betrug demgegenüber aus bereits genannten Gründen am 30. 4. 1925 nur 3.8% gegenüber 24.3% Ende 1913, so daß der Geldmarkt hier noch eine erhebliche Reserve und Expansionsmöglichkeit des Privatmarktes enthält. Daß auch die Folgen dieser Umstellung der Zahlungsgebräuche nicht ausblieben, zeigt die Angleichung der Geldsätze an den Banksatz.

Ist oben von einem Materialmangel auf dem neu aufgebauten Privatdiskontenmarkt die Rede gewesen, so ist dazu zu ergänzen, daß in demselben Maße, wie die kurzfristigen Auslandskredite infolge der durch Diskontermäßigung der Reichsbank und der Diskonterhöhung in England und Amerika verringerten Zinsmarge abebbten, die Bankakzepte an Summe zunahmen. Der Grund hierfür liegt außer in der Bankpolitik auch

auf seiten der Kreditnehmer und steht im engsten Zusammenhang mit der Adressenfrage auf dem Privatdiskontenmarkt. An und für sich ist schon der Kreis der erstklassigen Unterschriften, denen die Banken den für sie nicht ganz risikolosen Akzeptkredit einräumen, durch Nachwirkungen der Inflation, an denen auch die allerersten Firmen kranken, sehr klein geworden. Diese Unternehmungen, die größtenteils internationalen Ruf haben, hatten aber die Möglichkeit, Auslandskredite teils direkt, teils durch Vermittlung der Banken billiger als Geldmarktkredite zu bekommen, so daß sie auf dem Privatdiskontenmarkt nur Spitzenbeträge oder plötzlich auftretenden Kreditbedarf deckten. Mit dem erwähnten Nachlassen der Auslandskredite mußte natürlich von dieser Seite erhebliches Wechselmaterial an den Markt kommen, das nicht zum geringsten den weiteren Ausbau des Privatdiskontenmarktes ermöglichte.

6. Faktoren für die Spannung und die Angleichung der Sätze des Geldmarkts an den Banksatz.

Die Zusammenstellung der Bestimmungsgründe für die Spannung zwischen Banksatz und Geldmarktsätzen in dieser Periode ergibt ein weit mannigfaltigeres Bild als in der letzten Inflationszeit, wo das Streben nach Erhaltung der Substanz seitens der Banken die Kreditbedingungen fast uneingeschränkt diktierte. Für die Anfang des Jahres 1924 noch recht große Spannung sind die Nachwirkungen der Inflation verantwortlich zu machen. Auf der einen Seite verstand die Reichsbank es nicht, ihren Diskont der Geldmarktlage anzupassen,

sondern suchte ihre diskont- und währungspolitischen Maßnahmen mit Hilfe eines künstlichen Diskontsatzes, dem sie später das Hilfsmittel der Kreditrestriktion hinzufügte, durchzuführen; dem standen auf der andern Seite die durch die Kapitalarmut und das Mißtrauen der Banken in die Stabilität der Rentenmarkwährung bedingten hohen Geldmarktsätze gegenüber, die zweifelsohne ebenfalls in keiner Weise der Geldmarkt- und Wirtschaftslage entsprachen und nur durch die schlechten Erfahrungen mit der Kreditpolitik in den Vorjahren verstanden werden können. Mit der Bewährung der Rentenmark kehrte das Vertrauen wieder, und damit trat unter dem Abbau der Risikoprämien eine Senkung der Zinssätze auf dem Geldmarkt ein, die wahrscheinlich viel schneller zu einer Angleichung an den Banksatz geführt hätte, wenn nicht die unerquicklichen Mißgriffe bei der Verwaltung der Gelder der öffentlichen Hand als Hemmschuh gewirkt hätten. Begünstigt wurde diese Senkung des Zinsniveaus durch eine verständnisvolle Politik der Reichsbank, deren letztes Ziel es war, einen Privatdiskontenmarkt mit einem unter dem Banksatz liegenden Privatdiskont aufzubauen. Daß ihr dies im Verein mit den Kreditbanken und öffentlichen Kreditanstalten gelungen ist, verdient bei den mancherlei Hindernissen, die sich diesem Plan entgegenstellten, als eine diskontpolitische Tat ersten Ranges hervorgehoben zu werden, und die Reichsbank kann nicht zum wenigsten auf Grund dessen einen Hauptanteil an der Verringerung der Spannung auf ihr Konto buchen. Für die Spannung zwischen Bank- und Privatsatz ist nicht

wie vor dem Kriege die Initiative der Großbanken und die Lage des Geldmarkts maßgebend, sondern — und das spiegelt am besten die auch heute noch nicht behobene Desorganisation der deutschen Geldwirtschaft wider — die Reichsbank bestimmt als Hauptgeldgeber den Privatdiskont und damit auch die Spannung monopolartig.

V. Abschnitt.

Zusammenfassung der Ergebnisse.

Um ein klares Bild von der Entwicklung der Spannungskurve und den dafür verantwortlichen Faktoren zu bekommen, seien die Ergebnisse der Arbeit noch einmal kurz zusammengefaßt. Wenn man nur von dem Verhältnis des Privatsatzes zum Banksatz ausgeht und die Tatsache, daß sich das ganze Zinsniveau gegenüber dem Vorkriegsdurchschnitt bedeutend erhöht hat, außer Acht läßt, kommt man zu der interessanten Feststellung, daß die Spannungskurve nach den großen Schwankungen der Inflationszeit wieder zu ihrem Ausgangspunkt zurückgefunden hat. Sie ist wieder auf dem Durchschnitt von ca. 1%, wie er für Vorkriegszeiten galt, angelangt. Um die für die Spannung maßgebenden Faktoren schärfer hervortreten zu lassen, wollen wir die ganze Zeitepoche noch einmal nach rein technischen Gesichtspunkten, nach der Richtung der Spannungskurve im Vergleich zur Nullinie, und nicht nach ur-

sächlichen Gesichtspunkten, wie es in den vorhergehenden Abschnitten geschehen ist, aufreißen. Es ergibt sich dann folgendes Bild:

1. Periode: Zeit der „positiven" Spannung, d. h. der Banksatz steht höher als der Privatsatz, von Kriegsbeginn bis Anfang 1923.
2. Periode: Zeit der „negativen" [1]) ansteigenden Spannung, d. h. die Geldmarktsätze steigen schneller als der Banksatz, Anfang 1923 bis Ende November 1923.
3. Periode: Zeit der „negativen" [1]) fallenden Spannung, d. h. die Geldmarktsätze nähern sich wieder dem Banksatz, Ende November 1923 bis Ende November 1924.
4. Periode: Zeit der positiven Spannung zwischen Bank- und Privatsatz, ab Dezember 1924.

Zu bemerken ist hierzu, daß in der zweiten und dritten Periode mangels einer Privatdiskontnotiz der Satz für „Tägliches Geld" als Vergleichsgrundlage genommen ist. Uebereinstimmend für die vier Perioden ist zu sagen, daß im Gegensatz zu Vorkriegszeiten, wo der Reichsbankdiskont sich im allgemeinen der Geldmarktlage, deren Barometer der Privatdiskont war, anpaßte, die Reichsbankpolitik und damit der Banksatz teils direkt, teils indirekt einen nicht zu unterschätzenden Einfluß auf die Spannung zwischen den beiden Sätzen ausgeübt hat. Der direkte Einfluß auf die Span-

[1]) Die Bezeichnung „negativ" ist in demselben Sinne gebraucht wie bei der Besprechung der Spannungskurven und bedeutet, daß die Geldmarktsätze über dem Banksatz stehen.

nung ist darin zu suchen, daß die Reichsbank sich bemühte, ihren Diskontsatz ohne Rücksichtnahme auf die wirkliche Lage des Geldmarkts möglichst stabil zu halten und Erhöhungen nicht zu häufig eintreten zu lassen. Ferner wirkte die Reichsbank besonders in den beiden letzten Perioden durch ihre Kreditrestriktionspolitik auf dem Umweg über eine Verknappung des Marktes erheblich auf den Privatsatz und die übrigen Geldsätze ein. Als indirekte Einwirkung kann man die Weiterbegebung von Reichsschatzwechseln auf dem Geldmarkt ansehen. Auf der anderen Seite war der Privatdiskont in dieser Zeit weniger als vor dem Kriege willkürlichen Beeinflussungen seitens der Großbanken ausgesetzt, sondern richtete sich mehr nach der jeweiligen Geld- und Währungslage.

Betrachten wir die Perioden einzeln nur unter Berücksichtigung der wesentlichsten Spannungsmomente, ohne auf die unwesentlichen Bestimmungsgründe einzugehen, so erhalten wir folgendes Bild. Die erste Periode stand zum größten Teil unter dem Zeichen eines überaus flüssigen Geldmarkts. Durch die Ueberschwemmung des Marktes mit Reichsschatzwechseln, die infolge ihrer ganzen Beschaffenheit in direkte Konkurrenz mit dem Handelswechsel traten, wurde der Schatzwechselzins maßgebend, wenigstens als obere Grenze, für sämtliche übrigen Zinssätze. Dies war um so leichter möglich, als der Umsatz auf dem Privatdiskontenmarkt immer mehr zurückging. Die zweite Periode brachte eine derartige Zerrüttung der deutschen Währung und damit des Geldwesens, daß eine Einwirkung der Reichsbank

auf die Geldsätze illusorisch wurde. Es ist nur ein Einfluß auf die Spannung zwischen dem Banksatz und den Zinssätzen des Geldmarkts insofern festzustellen, als diese durch die Unzulänglichkeit der Diskonterhöhungen niegeahnte Ausmaße annahm. Die Geldmarktsätze dagegen wurden beherrscht von dem Streben der Banken, das Entwertungsrisiko bei der Kreditgewährung möglichst zu decken. In der dritten Periode trat wieder die Politik der Reichsbank mehr in den Vordergrund. Die Kreditrationierung, verbunden mit der durch die Inflation hervorgerufenen und jetzt erst richtig in die Erscheinung tretenden Kapitalarmut der Wirtschaft bewirkte, daß der Abbau des hohen Geldmarktzinsniveaus bis auf den Stand des Banksatzes sich nur sehr langsam vollzog. Hinzu kam noch, daß die frühere straffe Organisation des Geldmarkts einer starken Desorganisation und Dezentralisation in Bezug auf die flüssigen Gelder gewichen war. Die vierte Periode brachte endlich wieder gesundere Verhältnisse. Rein äußerlich ist dies daraus zu ersehen, daß der jetzt wieder genannte und später auch notierte Privatdiskont sich unter dem Banksatz hielt. Die Gründe dafür liegen einmal in der Besserung der allgemeinen Wirtschaftslage, andrerseits in der Lockerung der Kreditrationierung seitens der Reichsbank. Nicht zu vergessen sind hier auch die relativ billigen Auslandskredite, die durch ihren Umfang die verhängnisvollen Folgen der Kapitalarmut milderten.

Zurückblickend kann man also sagen, daß der Aufbau des durch die Inflation zerstörten Geldmarktes bereits große Fortschritte gemacht hat, und daß, falls die

Entwicklung des Privatdiskontenmarktes sich in der begonnenen vielversprechenden Form fortsetzt, wahrscheinlich der Privatdiskont in absehbarer Zeit noch weiter sinken wird. Damit wäre für die Reichsbank dann auch eine Vorbedingung für eine weitere Herabsetzung der Bankrate gegeben. Bis das allgemeine Zinsniveau allerdings wieder den Vorkriegsstand erreicht hat, dürfte noch geraume Zeit vergehen, denn das hängt nicht von der Größe der Spannung zwischen Bank- und Privatsatz ab, sondern von der Kapitalkraft der deutschen Wirtschaft.

Lebenslauf.

Ich, Fritz Lude, bin am 18. April 1903 zu Schwerin i. M., als Sohn des Eisenbahnoberinspektors Richard Lude geboren. Ich habe die deutsche Staatsangehörigkeit und bin evangelisch-lutherischer Konfession.

Nachdem ich 11 Jahre, von Ostern 1909 bis Ostern 1920, das Friedrich-Franz-Gymnasium zu Parchim besucht hatte, kam ich auf die Gr. Stadtschule zu Rostock, wo ich Ostern 1921 die Reifeprüfung bestand. Mit Beginn des Sommersemesters 1921 ließ ich mich an der Universität Rostock immatrikulieren, wo ich als Studierender der Volkswirtschaftslehre der Rechts- und wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät angehörte. Aus wirtschaftlichen Gründen und wegen zeitweiligen Werkstudiums war ich genötigt, die ganze Zeit meines Studiums an der Universität Rostock zu verbringen.